

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

La Stabilisation monétaire en Roumanie

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue, le 5 Juin 1930, à 14 heures, à la Faculté de Droit
de l'Université de Paris

PAR

FLORIN OROMULU

JURY DE LA THÈSE

Président : M. Albert AFTALION.

Suffragants : MM. Henri TRUCHY,
Edgard ALLIX.

PARIS

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, Boulevard Saint-Michel, 49

—
1930

La Stabilisation monétaire en Roumanie

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

La Stabilisation monétaire en Roumanie

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue, le 5 Juin 1930, à 14 heures, à la Faculté de Droit
de l'Université de Paris

PAR

FLORIN OROMULU

JURY DE LA THÈSE

Président : M. Albert AFTALION.

*Suffragants : MM. Henri TRUCHY,
Edgard ALLIX.*

PARIS

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, Boulevard Saint-Michel, 49

1930



A MES PARENTS



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41555811_0018

INTRODUCTION

La Roumanie est parmi les derniers pays qui ont procédé à la stabilisation de leur monnaie.

La loi du 7 février 1929 réalisa cette stabilisation en introduisant la convertibilité du leu. Par cette loi, la crise monétaire, qui n'avait que trop duré, trouve sa solution naturelle.

Le principe de la stabilisation, ainsi que sa technique, sont depuis longtemps connus. Ils se sont montrés efficaces en pratique, toutes les fois qu'ils ont été consciencieusement appliqués, et les conditions préalables réalisées.

Par cet ouvrage sur la stabilisation monétaire en Roumanie, nous ne voulons que fournir un exemple de plus d'une stabilisation réussie, grâce au respect des données de la doctrine.

Il paraîtrait que le simple examen de l'ensemble des dispositions, décrétées en vue de la stabilisation, serait suffisant pour nous donner une image fidèle de l'opération accomplie, le 7 février 1929.

Mais nous pensons que pour avoir une juste idée de la façon dont la stabilisation monétaire roumaine a été accomplie et si les conditions nécessaires à sa réussite ont été réalisées, il faut remonter beaucoup plus loin

dans le passé, car au moins une partie des conditions préalables à la stabilisation a été accomplie, il y a déjà longtemps.

Ainsi, l'équilibre budgétaire dure depuis la réalisation de la réforme des contributions directes de 1923, et la dette publique commença à être consolidée par la consolidation des bons du Trésor de juin 1922, faits qui ont aidé à l'assainissement de nos finances et au relèvement de notre crédit.

En 1925, le problème monétaire a reçu une solution qui, si elle n'a pas été définitive, a eu des conséquences qu'on ne peut ignorer si l'on veut comprendre le problème monétaire roumain.

C'est pour donner une idée exacte de tous ces phénomènes qui ont facilité ou qui, au contraire, ont rendu plus difficile l'opération de la stabilisation, que nous commençons notre ouvrage par une partie consacrée à l'historique du problème monétaire roumain, partie qui, pensons-nous, devra contenir d'abord un exposé succinct des dommages de guerre, pour mieux rendre compte des efforts que la Roumanie a dû faire dans la voie de sa restauration économique, financière et monétaire.

PREMIERE PARTIE

HISTORIQUE DU PROBLÈME MONÉTAIRE EN ROUMANIE

CHAPITRE I^{er}

LE RELÈVEMENT ÉCONOMIQUE DE LA ROUMANIE

SECTION I. — DOMMAGES CAUSÉS PAR LA GUERRE

Pour se rendre mieux compte du chemin parcouru par la Roumanie dans la voie de sa consolidation économique et financière et surtout pour apprécier l'effort qu'elle a dû faire pour son redressement, nous avons estimé qu'il est nécessaire de donner un tableau succinct des dommages que la guerre lui a causés.

Le sort des armes, favorables d'abord aux Roumains, commence à prendre à partir d'octobre 1916 une mauvaise tournure. L'explication est bien simple : « Grâce à l'accalmie établie sur les autres fronts, les Allemands

ont pu opposer quarante-et-une divisions aux vingt-cinq divisions roumaines dont le sort était décidé (1) ». Ainsi, nous nous sommes trouvés, l'hiver de 1916-1917, après une pénible retraite, avec les deux tiers de notre pays occupés par l'ennemi.

Pendant la retraite, sur la demande de nos alliés, nous avons incendié nos industries pétrolières pour ne pas laisser cette ressource si utile aux mains des armées envahissantes. « Environ 800.000 tonnes de pétrole et de dérivés furent incendiées ; 1.500 sondes obstruées, la plupart des raffineries endommagées (2). »

Installés sur le territoire occupé, les Allemands se sont ingénies de leur mieux, pour exploiter le pays à leur profit. Ils avaient, pour cela, un plan bien établi, qu'ils ont minutieusement appliqué.

Ils ont mis en fonction, contrairement aux conventions internationales (3), une section d'émission auprès de la Banque Générale, création de la finance allemande à Bucarest. Grâce à cette section qui émettait toujours des lei, les Allemands ont fait de l'inflation aux dépens du lei, ce qui a préservé, dans cette mesure, la monnaie allemande des suites de cette émission. Et, comme en ce temps, les Allemands étaient sûrs de la victoire, il était décidé, que ces billets seraient mis à la charge de la Roumanie (ce qui, d'ailleurs, a été fait par le Traité

(1) Général Malleterre. Etudes et impressions de la guerre. (Cité par S. Radulesco : La politique financière de la Roumanie depuis 1914. Thèse, Paris, 1928, page 192.)

(2) V. V. Radulesco. Les finances publiques de la Roumanie. Paris, Giard, 1923, page 9.

(3) Art. 46, Convention de La Haye.

de paix de Bucarest). Ainsi, les Empires centraux avaient résolu le problème de l'approvisionnement gratuit.

La Moldavie, la partie du territoire resté libre, vaillamment défendue par nos soldats, devait faire face à tous les besoins de l'armée, comme de la population civile, augmentée par les réfugiés du pays envahi. Tâche impossible à remplir, la production étant presque paralysée, faute de main-d'œuvre, la Roumanie ayant effectué un sur-recrutement (1).

Le ravitaillement par nos alliés était bien difficile, les seules communications possibles passant par Vladivostock ou Archanghelsk.

L'exécution anticipée du traité de Bucarest « paix sans indemnité avec règlement des dommages de guerre » comme se plaisaient à l'intituler les Allemands mais qui, en fait, instituait au profit des Empires centraux le monopole sur les richesses du sol, l'accaparement du sous-sol, la suppression de la liberté de travail et la condamnation des paysans roumains aux travaux forcés (2), nous a causé des dommages du fait de cette exécution.

Une fois la guerre finie, nous avons dû reprendre de nouveau les armes, afin de chasser les bolchevicks de

(1) Pendant la guerre, le front est alimenté avec le nécessaire par les services de l'intérieur du pays, par l'arrière. Si on a envoyé sur le front la plupart des hommes valides, l'arrière devient insuffisant pour faire face aux besoins du front. Dans ce cas, on dit qu'il y a sur-recrutement. Le propre de cette situation est que le pays ayant effectué un sur-recrutement doit s'approvisionner de l'étranger, ce qui n'est pas sans effets sur le change. Voir P. Plesnila. Le leu et le problème du change. Bucarest, 1925.

(2) Voir pour détails, D. Jancovici. La paix de Bucarest. Paris, Payot, 1918.

Bessarabie et, sur la demande des Hongrois, de sauver la Hongrie du régime communiste de Bela Kun.

Bref, au lendemain de la guerre, nous nous trouvons avec les forces productives sensiblement diminuées, les dommages subis par la grande industrie seule, s'élevaient à environ 700 millions de lei-or.

L'inventaire agricole était détruit et on y sentait le manque d'animaux de labour. Un million environ de têtes de gros bétail ayant été enlevé par les troupes des Puissances centrales.

Le nombre des immeubles détruits ou dévastés s'élevait à 78.000.

Sur tout le réseau de chemins de fer de l'ancien royaume (environ 3.000 kilomètres) il y avait, en 1919, 1.481 locomotives en ordre de marche, et le trafic des chemins de fer dépassait à peine les besoins militaires (1).

Le rythme de la vie économique s'était ralenti, preuve, le portefeuille commercial de la Banque Nationale qui est descendu de 198.000.000 de lei en 1915, à 70.000.000 en 1918.

Pour le total des dommages subis par la Roumanie du fait de la guerre, j'ai trouvé deux chiffres : celui donné par M. V. V. Badulesco (2) qui les évalue à 30 milliards de lei-or, et celui de M. G. Dobrovici (3), qui les estime à 43 milliards de lei-or.

(1) Les chiffres ci-dessus ont été emprunté au livre de M. V.-V. Badulesco, op. cit.

(2) Op. cit.

(3) La dette publique de la Roumanie, au 30 avril 1927. Bucarest, Cultura Nationala, 1927.

Les deux sommes sont très exagérées, car la richesse totale de l'Ancien royaume est évaluée à 28 milliards de lei-or (1), valeur corroborée par le chiffre de 48 milliards, donné par M. Dobrovisi pour la richesse de la grande Roumanie.

Peut-être a-t-on tenté d'exagérer les dommages de guerre de la Roumanie, parce que nos droits aux réparations ont été souvent méconnus par nos alliés.

SECTION II. — LA CONSOLIDATION ECONOMIQUE

La guerre prenant fin, tous nos efforts ont été dirigés vers le relèvement économique de notre pays.

Pour s'en rendre compte, il suffira de citer quelques dates (2).

AGRICULTURE

Surfacesensemencées (en hectarcs)	Production des céréales (en quintaux métriques)
1920.... 8.568.480	1920.... 89.936.961
1921.... 10.042.898	1921.... 71.276.541
1922.... 10.338.289	1922.... 91.583.428
1923.... 10.712.073	1923.... 91.040.294
1924.... 11.388.144	1924.... 72.964.039
1925.... 11.878.134	1925.... 89.722.894
1926.... 11.864.175	1926.... 122.307.469
1927.... 12.001.579	1927.... 87.923.554
1928.... 12.350.328	1928.... 89.278.008

(1) Publication de l'Union des Chambres de commerce et de l'industrie : La Roumanie économique en 1926.

(2) Ces dates sont prises du Bulletin d'information et de documentation, publié par le Service des études économiques de la Banque Nationale de Roumanie, n° 1, de 1929.

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET MINIÈRE (*en tonnes*).

	Pétrole brut	Lignite	Gaz méthane consommé (m ³)	
1919	885.542	1.353.630		
1920	1.108.924	1.400.049	170.537.689	
1921	1.168.414	1.594.719	180.482.416	
1922	1.372.905	1.861.579	250.093.998	
1923	1.512.302	2.229.410	287.113.622	
1924	1.860.471	2.479.083	362.318.989	
1925	2.316.979	2.615.278	369.819.723	
1926	3.244.415	2.731.632	376.754.066	
1927	3.669.354	2.850.011	437.137.943	
	Sel (tonnes)	Fer, Minerai (tonnes)	Cuivre (kg.)	Or (kg.)
1919	259.167	112.681	»	»
1920	246.976	73.869	164.795	707
1921	232.818	91.109	107.569	1.194
1922	285.212	94.607	110.523	1.337
1923	306.612	99.293	70.813	1.342
1924	302.761	102.537	89.635	1.311
1925	330.356	107.384	132.661	1.245
1926	344.062	102.799	189.184	1.735
1927	328.028	97.138	215.455	2.007
	Argent kg.	Plomb et Antimoine kg.	Acier tonnes	Fonte tonnes
1919	»	»	42.101	11.838
1920	2.135	209.990	39.731	19.007
1921	2.872	362.574	44.802	33.362
1922	1.954	229.613	67.852	31.419
1923	2.341	402.433	82.424	39.102

	Argent kg.	Plomb et Antimoine kg.	Acier tonnes	Fonte tonnes
1924	2.246	433.118	86.688	46.081
1925	2.382	496.417	100.638	64.273
1926	2.914	655.384	111.566	62.979
1927	4.376	836.886	130.066	63.498

LE CHEPTTEL DE LA ROUMANIE (*stocks au 31 décembre*).

Race.....	Chevaline milliers de têtes	Bovine mil. têtes	Ovine mil. têtes	Porcine mil. têtes
1921	1.103	2.835	7.941	1.317
1922	1.686	5.721	11.769	3.160
1923	1.802	5.932	12.872	3.147
1924	1.828	5.741	13.065	3.925
1925	1.845	5.583	13.143	3.133
1926	1.814	5.219	13.444	3.088
1927	1.877	4.992	13.058	3.168
1928	1.939	4.744	13.360	3.075

LE COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ROUMANIE

	Quantités tonnes	
	Import	Export
1919.....	413.939	109.114
1920.....	304.485	1.467.118
1921.....	615.451	2.713.138
1922.....	583.668	4.069.963
1923.....	699.124	4.900.734
1924.....	825.754	4.833.419
1925.....	899.925	4.663.892
1926.....	917.614	6.103.675
1927.....	455.810	3.550.147

VALEUR EN MILLIERS DE LEI

	Import	Export	Soldes
1919	3.762.300	104.385	— 3.657.915
1920	6.980.290	3.447.848	— 3.532.442
1921	12.145.404	8.263.009	— 3.882.395
1922	12.325.366	14.039.296	+ 1.713.930
1923	19.516.026	24.594.129	+ 5.078.103
1924	26.264.582	28.361.044	+ 2.096.462
1925	29.912.645	29.126.824	— 785.821
1926	37.135.032	38.223.520	+ 1.088.488
1927	33.428.547	37.703.198	+ 4.274.651

TRAFIC DU CHEMIN DE FER (*tonnes chargées*).

1924.....	17.303.353	1926.....	22.483.579
1925.....	20.129.656	1927.....	23.688.129

En lisant ces chiffres, on peut saisir l'intensité de l'effort que les Roumains ont dû fournir pour remettre notre économie nationale en état. La production augmente d'année en année ; elle est arrivée au niveau d'avant-guerre, et l'a même dépassé ; ainsi qu'on le constate pour l'industrie pétrolière.

Le portefeuille de la Banque Nationale a augmenté rapidement jusqu'en 1926. Depuis cette date, il reste stable. On trouvera plus loin l'explication de ce phénomène qui réside dans le plafond imposé à l'émission par la Convention monétaire du 19 mai 1925, ainsi que par la crise qui a affecté notre économie ces dernières années.

Le trafic des chemins de fer et le commerce extérieur, par leur extension continuelle, sont un indice du déve-

loppement des échanges, produit par l'augmentation de la production.

Parallèlement à cette restauration économique, un effort est dirigé dans la voie de la restauration financière. Les budgets d'après-guerre, jusqu'en 1923, se sont soldés avec des déficits plus ou moins importants (voir détails plus loin). Par la réforme des contributions directes de 1923, par la révision des évaluations, on est arrivé à procurer des ressources suffisantes pour couvrir les dépenses et réaliser ainsi l'équilibre budgétaire.

La consolidation des Bons du Trésor de 1922 et les règlements successifs qui sont intervenus entre notre Etat et ses créanciers, ont contribué aussi à rétablir l'ordre dans nos finances. Par ces règlements, de sensibles réductions nous ont été consenties, ce qui a allégé d'autant la charge de notre dette publique.

Après la restauration de notre économie nationale et de nos finances, il fallait procéder à la restauration monétaire.

C'est cette restauration qui fait l'objet de notre étude. Mais, pour étudier comment cette restauration pourrait se faire, ainsi que pour porter un jugement sur l'opération accomplie, il faut connaître le mal monétaire, son étendue, ses causes et ses conséquences.

CHAPITRE II

LA CRISE DU CHANGE

La monnaie roumaine, le leu, s'est trouvé en fait au régime du cours forcé dès la déclaration de guerre, et légalement partant du décret du 19 novembre 1916. Voyons, une fois les gold points enlevés, les variations de cours du change.

Il nous est difficile de suivre la valeur de notre monnaie sur le marché du change pendant les années qui ont suivi notre entrée en guerre, car dans les statistiques que nous avons consultées, le cours du change du leu ne se trouve donné que depuis le milieu de 1919, par rapport à des monnaies ayant une valeur stable, comme le dollar ou le franc suisse.

Cette situation est bien explicable car, depuis l'entrée en guerre de la Roumanie, et la fermeture des Dardanelles, la Roumanie s'est trouvée presque isolée. Le commerce était restreint aux Puissances centrales et aux Russes.

Pour montrer les variations du cours du change du leu, nous choisirons le dollar comme terme de comparaison, cette monnaie ayant eu la valeur la plus stable.

Ce n'est que depuis le premier mois de 1919 que nous

possédons des statistiques complètes (v. le tableau p. 209). Si nous analysons ces statistiques, nous distinguons deux périodes : l'une, partant du lendemain de la guerre jusqu'en 1923, pendant laquelle le leu n'a cessé de baisser, et l'autre, depuis 1923, quand le leu a cessé de se déprécier, son cours présentant des oscillations, qui bien que considérables, n'étaient pourtant que de nature saisonnière.

Ce chapitre sera divisé naturellement en deux parties correspondant aux deux périodes sus-indiquées.

Mais avant d'entrer dans l'étude de la crise de notre change, nous estimons nécessaire de donner un aperçu théorique sur le mécanisme du change.

SECTION I. — THÉORIE

La monnaie nationale n'a pas pour nous une utilité directe, par conséquent, sa valeur ne peut dépendre de son utilité mais de celle qu'elle peut présenter, ou plus précisément, sa valeur dépend des utilités que nous « entendons » (1) acquérir par son intermédiaire.

La monnaie étrangère doit être acquise avec de la monnaie nationale et l'estimation que nous porterons sur la monnaie étrangère, le prix que nous payerons pour avoir cette monnaie, dépendra de la somme des utilités que nous attendons d'elle.

(1) Nous disons des utilités que nous « entendons » acquérir par la monnaie, pour mettre en relief le caractère essentiellement subjectif de la valeur de la monnaie, car ce qui est déterminant dans les appréciations des individus, ce n'est pas l'utilité réelle d'un bien, mais la croyance fausse ou juste dans cette utilité.

Ces estimations ne se réfèrent pas à la monnaie étrangère *in genere* mais à chaque unité de monnaie étrangère, à chaque dollar par exemple. La loi de l'utilité décroissante s'applique à ces estimations comme dans la théorie de la valeur.

Si, par exemple, craignant la chute du leu, je voulais m'approvisionner avec des monnaies fortes, j'achèterais des dollars, je payerai 220 lei le dollar, pour avoir quelques disponibilités, mais je n'accepterais de payer que 200 ou 180 lei le dollar, pour avoir des disponibilités de plus en plus fortes, car l'utilité de chaque dollar va décroissant, l'intensité du besoin diminuant avec le nombre d'unités possédées.

On ne consent à payer qu'un seul et même prix, pour toutes les unités achetées en même temps, et comme tous les dollars se valent, étant interchangeable, on ne consentira pas à payer pour chacun d'eux plus qu'on est disposé à payer pour le dernier dollar acheté.

Après avoir montré le fondement de la valeur de la monnaie étrangère pour l'individu, qui n'est que l'utilité finale, il nous reste à montrer la façon dont s'établit le prix de la monnaie étrangère sur le marché, — le cours du change.

Le cours du change est déterminé par la résultante des estimations individuelles.

Si l'on veut représenter graphiquement les estimations d'un individu en fonction des prix et des offres ou demandes à ces prix, on obtient les courbes si connues sous le nom de courbes de l'offre et de la demande.

Toutes ces courbes individuelles de l'offre et de la

demande représentant les estimations de chaque vendeur ou acheteur de devises sur un marché donné, se superposent en quelque sorte en un faisceau formant les courbes collectives de l'offre et de la demande, l'une ascendante, l'autre descendante.

Leur point d'intersection détermine le cours du change. Au prix correspondant à ce point d'intersection, les devises offertes et demandées sont en nombre égal, c'est-à-dire que la balance de l'offre et de la demande est en équilibre.

« La balance des offres et des demandes se réfère donc, non pas à deux masses quantitatives déterminées qui se confrontent, mais à tout un jeu de grandeurs quantitatives correspondant à des appréciations qualitatives, à toute une échelle d'offres et de demandes combinées avec une échelle de prix, échelles qui trouvent leur représentation dans les courbes de l'offre et de la demande. C'est de la balance des offres et des demandes ainsi entendues que dépend le cours du change à un instant donné (1). »

Ce cours est essentiellement changeant, les quantités de devises offertes et demandées à un certain prix, et les prix, variant selon les estimations des individus, estimations influencées par tous les bruits ou les nouvelles sur la situation monétaire et financière du pays, sur la monnaie duquel on négocie.

L'équilibre de la balance de l'offre et de la demande est continuellement rompu pour se refaire à un nouveau cours.

(1) Albert Aftalion. *Monnaie, prix et change*. Paris, Sirey 1927, page 302.

Les variations du cours du change ne sont-elles contenues dans aucune limite ? La réponse varie suivant la qualité de la monnaie.

S'il s'agit du papier-monnaie, le cours du change peut varier à l'infini, « le jeu des grandeurs quantitatives correspondant à des appréciations qualitatives » prend son entier développement, n'étant entravé par rien.

Dans le cas d'une monnaie métallique on ne peut pas parler d'un cours du change proprement dit, car ce qui est dominant dans sa valeur, ce n'est pas son caractère d'instrument d'échange, mais sa valeur marchande comme lingot.

La monnaie de papier étant librement échangeable contre un métal précieux (l'or dans la plus grande partie des cas) le cours du change est contenu dans d'étroites limites, par cette possibilité de pouvoir l'échanger contre du métal précieux.

Comme ce régime était celui qui régularisait le change avant la guerre, et comme il a repris sa fonction à mesure que les pays sont revenus à la convertibilité de leur monnaie, il faut donner quelques explications sur le rôle de l'or dans la régularisation du change.

Pratiquement « le mécanisme du change repose, comme on sait, sur une méthode de compensation de dettes et de créances internationales qui consiste à négocier les lettres de change ou traites tirées sur l'étranger » (1).

Précisons. J'ai par exemple à payer une somme de

(1) Bertrand Nogaro. La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains. Paris, Giard, 1927, page 20.

10.000 francs à mon créiteur de Paris. Pour acquitter cette somme, il me sera bien incommode d'envoyer des espèces, ce qui entraînera par-dessus le marché des frais de transport, d'assurance, de reffappe, une perte d'intérêts. Mais à Bucarest X... possède une créance d'un montant égal à ma dette sur Y..., commerçant à Paris. Il m'est plus avantageux d'acheter la créance d'X... que j'enverrai à mon créiteur qui en fera encaisser son montant chez Y...

De cette façon, s'est opérée une double compensation, grâce à laquelle le créiteur français a été payé en francs à Paris et le créiteur roumain a été payé en lei à Bucarest, ce qui a évité un double transport de monnaie en sens inverse et les frais nécessaires à ce transport.

« On conçoit que le service rendu soit payé par celui qui en profite le plus et c'est pourquoi le cours du change varie selon que le total des créances représentées par les traites sur l'étranger est inférieur, égal ou supérieur à celui des dettes à acquitter (1). »

« Entre deux pays qui ont, comme on dit usuellement, le même étalon monétaire ou plus précisément, qui disposent d'un même métal, librement exportable, importable, et monnayable, l'opération n'a pas d'autre objet qu'une économie de frais de transport (2) », lesquels fixent les limites entre lesquelles le change peut varier.

Expliquons : soit la parité légale de la livre sterling et du leu : 1 livre sterling=813.588 lei. Personne ne consen-

(1) B. Nogaro, op. cit., page 20.

(2) B. Nogaro, op. cit., pages 20-21.

tirait à payer la livre sterling plus de 813.588 lei, augmentés des frais de transport, d'assurance, de refrappe et de perte d'intérêts (gold point de sortie), car, alors, il lui sera plus avantageux d'envoyer des espèces à Londres, et personne ne consentirait à donner 1 livre sterling pour moins de 813.588 lei, diminués des menus frais occasionnés par l'envoi des espèces (gold point d'entrée) car, dans ce cas, il est plus avantageux de faire cet envoi en numéraire.

Voilà pourquoi avant la guerre (la plupart des pays se trouvant au régime de l'étalon-or), le change oscillait avec de très faibles amplitudes déterminées par les gold points, autour du pair légal.

Mais du moment qu'un pays se trouve sous le régime du papier-monnaie, c'est-à-dire quand sa monnaie de papier n'est plus convertible en or au gré des porteurs, l'or étant interdit à l'exportation, le métal jaune cesse de jouer le rôle de régularisateur des changes, les gold points cessant d'avoir le pouvoir de contenir les variations du change dans d'étroites limites. Dans cette situation, le cours du change varie à l'infini.

La crise du change résulte du changement radical du marché du change qui provient de l'impossibilité complète de se procurer de la monnaie exportable par suite du cours forcé et de l'interdiction d'exportation de l'or (1).

Cette suppression des gold points accompagnée ou non des émissions anormales de papier-monnaie suffit à elle-même pour déclencher la crise du change. L'inflation ne

(1) B. Nogaro, *op. cit.*, page 191.

suffit pas à créer la crise du change tant que les gold points subsistent (1).

Dans un régime de papier-monnaie comme dans un régime de l'étalon-or, le change est déterminé par la balance d'offre et de demande de devises étrangères (v. *supra*, p. 21). La différence, et elle est d'importance, c'est qu'en régime de papier-monnaie, le cours du change n'a pas de limites.

Les offres et les demandes sont influencées à leur tour par divers facteurs :

« 1° Balance des comptes et mouvements de capitaux :

2° Variations de la circulation monétaire ;

3° Politique des Etats : politique extérieure, politique intérieure, politique financière, politique fiscale, équilibre budgétaire et situation de la trésorerie, intervention directe sur le marché du change pour le redressement du change, en vue de sa stabilisation temporaire ou définitive ;

4. — Prévisions sur le change et sur le devenir des divers facteurs ci-dessus, dont plusieurs d'ailleurs n'agissent que par leur influence sur les prévisions, leur influence psychologique (2). »

SECTION II. — PÉRIODE 1918-1923

Nous avons montré ci-dessus les facteurs déterminants du change. Il s'agit d'étudier maintenant la façon et la

(1) B. Nogaro, op. cit., page 192.

(2) Albert Aftalion, op. cit., page 325.

mesure dans laquelle ils ont influencé le change roumain.

§ 1. — LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU CHANGE.

A. — *Balance des comptes.*

« Les courbes individuelles d'offre et de demande dépendent de ce que chacun, à chaque point de la courbe, attend de la dernière monnaie étrangère. Elle dépend donc, pour une part, du nombre de devises offertes et demandées (1). »

Le nombre de devises offertes et demandées dépend principalement de la balance des comptes. Il faut insister surtout sur le mouvement de capitaux, car c'est lui qui peut atténuer ou aggraver le déficit de la balance des comptes.

Le nombre de devises offertes et demandées est aussi influencé par la spéculation. Le marché du change est pour une part un marché à terme. De ce fait, le cours du change ne dépend pas exclusivement des engagements résultant des transactions antérieures, « il dépend aussi de la plus ou moins grande facilité avec laquelle les crédits sont consentis, ces crédits ayant pour effet, lorsqu'ils sont accordés, de neutraliser des dettes actuellement exigibles, et lorsqu'ils se retirent, d'ajouter un nouvel élément au passif existant » (2).

A travers ces crédits agit la spéculation, laquelle peut

(1) Albert Aftalion, *op. cit.*, page 308.

(2) B. Nogaro, *op. cit.*, page 194.

prendre parfois une telle ampleur qu'elle est déterminante de la tenue du change.

Nous ne possédons pas de dates sur la balance des comptes et nous ne pouvons pas l'établir nous-mêmes, chose d'ailleurs bien délicate, faute d'éléments nécessaires.

Mais le commerce extérieur, vu l'importance de ses soldes, peut nous donner le sens de notre balance des comptes pour la période envisagée, étant l'élément le plus important de la balance des comptes.

Pour les années 1919-1921, la balance commerciale a été déficitaire et pour l'année 1922, elle a été excédentaire, comme il en résulte des chiffres suivants :

EN MILLIERS DE LEI

	Import	Export	Soldes
1919.....	3.762.300	104.385	— 3.657.925
1920.....	6.980.290	3.447.848	— 3.532.442
1921.....	12.145.404	8.263.009	— 3.882.325
1922.....	12.325.366	14.039.296	+ 1.717.930

Si l'on veut tirer des conclusions sur le sens de la balance des comptes de ces chiffres, on peut affirmer sans crainte, que la balance des comptes a été déficitaire pour les années 1919-1921, le déficit de la balance commerciale de 3,5 milliards par année ne pouvant être comblé par les exportations invisibles.

Pour l'année 1922, la balance commerciale présente un solde actif de 1,7 milliards.

D'après l'étude de M. Lotru (1), cette année aurait même une balance de comptes active, avec un solde de 3 milliards environ. Mais en ce qui concerne ses calculs, nous faisons nos réserves.

D'abord, on ne trouve pas la retraite des capitaux d'environ 1 milliard qui s'est produite pendant cette année (2), et le chiffre de 3 milliards, placement de capitaux étrangers dans notre pays, dans une période d'incertitude et quand le leu dégringolait sur la pente du change, est bien exagéré. Tout ce qu'on peut dire, c'est que la balance des comptes a été d'un équilibre plus ou moins relatif pour cette année, équilibre qui a contribué aussi à l'arrêt de la chute du leu qui s'est produite à partir de 1923.

Le déficit de la balance commerciale déterminant celui de la balance des comptes est facilement explicable.

Nous avons montré (v. 1^{er} chapitre) les dommages et la désorganisation que la guerre a provoqués dans notre production industrielle et agricole. Nous n'y reviendrons plus.

A cela, il faut encore ajouter la diminution du rendement de notre production agricole (3) et l'excès des importations.

(1) Bulletin d'information et de documentation, publié par le Service d'études économiques et financières de la Banque Nationale. N° 1, de 1920.

(2) Exposés des motifs, aux conventions du 19 mars 1925, page 40.

(3) Moyenne à l'hectare :

	Avant la guerre	Après la guerre
Froment.	14,3 hl.	8,1 hl.
Mais.	17,4 hl.	14,4 hl.
Avoine.	22,2 hl.	11,9 hl.
Orge.	16,9 hl.	6,2 hl.

La diminution du rendement de notre production agricole a été causée par la réforme agraire. Par cette réforme, environ 2,5 millions d'hectares ont passé des mains des grands propriétaires dans celles des paysans. Le manque de capitaux et d'inventaire agricole, et la façon primitive de cultiver le sol de nos paysans ont été les principaux facteurs du faible rendement de notre production agricole, au lendemain de la guerre.

L'inflation monétaire a créé dans notre pays un bien-être artificiel (v. plus loin, p. 32), lequel a poussé à l'augmentation des importations. Ces importations ont pris chez nous un caractère malsain par l'importation surtout des objets de luxe (1), ce qui a rendu nécessaire le tarif douanier du 11 juillet 1919 tendant à restreindre l'importation des objets qui n'étaient pas nécessaires à l'économie nationale.

La Commission du ravitaillement que l'Etat avait créée à Paris (décembre 1918) a contribué aussi au développement de ces importations.

Les produits achetés par cette commission étaient revendus à l'intérieur du pays, à des prix qui ont soldé cette activité commerciale de l'Etat par un gros déficit (2). On comprend bien que l'Etat prenant à sa charge une partie du prix des objets importés ait encouragé l'importation.

Le déficit de la balance des comptes a été atténué par

(1) Armand Calinesco. Le change roumain, sa dépréciation depuis la guerre et son rétablissement. Thèse, Paris, 1919, p. 71.

(2) Savel Radulesco. La politique financière de la Roumanie depuis 1914. Thèse, Paris, 1923, page 657.

les crédits accordés à notre commerce, et surtout par la spéculation des étrangers à la hausse de notre monnaie.

De ce chef, les dépôts étrangers en lei dans nos banques s'élevaient en octobre 1921 à 5 milliards de lei (1). Si ces dépôts soulevaient notre balance des comptes pour le moment, ils constituaient par leur importance un véritable danger, car, à la moindre panique, tous ces déposants, se portant vendeurs de lei, auraient créé un véritable désastre pour notre change, par cette masse formidable de lei jetés d'un coup sur le marché du change. C'est ce qui s'est passé d'ailleurs au mois de novembre 1921 et nous ne pouvons qu'approuver la mesure du gouvernement roumain qui, par le décret du 9 novembre 1921, bloqua ces dépôts, préservant ainsi notre change d'une catastrophe certaine.

B. — *La circulation monétaire.*

La circulation monétaire agit sur le change de plusieurs façons.

Elle peut agir sur le change en dépréciant la monnaie nationale. C'est la théorie des parités de pouvoirs d'achat, du professeur G. Cassel (2).

Comme nous l'avons indiqué, la monnaie, hormis la monnaie métallique, n'a pas de valeur par elle-même, mais par la somme des utilités que nous entendons acquérir par son intermédiaire, par son pouvoir d'achat.

(1) Exposé des motifs aux conventions du 19 mai 1925, page 40.

(2) Gustave Cassel : *La monnaie et le change après 1914*. Paris, Giard, 1928.

Or, la monnaie dépréciée ayant un pouvoir d'achat diminué, vaudra moins qu'une monnaie ayant gardé son pouvoir d'achat. Pour acheter une monnaie saine (ayant gardé son pouvoir d'achat), on sera obligé de donner une quantité plus grande de monnaie que n'impliquerait leur parité légale. Le cours du change se fixera de telle façon que les deux quantités de monnaie échangées présentent le même pouvoir d'achat.

Mais de quelle façon la circulation agit-elle sur la monnaie en la dépréciant ?

Les émissions de papier-monnaie pour subvenir aux besoins des Etats à court d'argent (inflation) constituent une augmentation du revenu national, du revenu en monnaie, du revenu nominal.

Cela apparaît évident, si l'on pense que dans les paiements que l'Etat fait avec des monnaies émises pour ses besoins à ses fournisseurs, fonctionnaires, etc., ce qu'il donne n'est pris à personne.

Etant donné la formule du revenu national en argent, $R = P \cdot Q$. (Q = le total de la production à un moment donné, R = le prix moyen des articles qui figurent dans la production), R s'étant accru du fait des émissions de papier-monnaie, pour que l'équation ci-dessus reprenne son équilibre, c'est P qui haussera, car l'accroissement du revenu va entraîner une élévation des courbes de la demande des marchandises. Pour que Q hausse, il faut une élévation des courbes de l'offre des marchandises, chose bien difficile, l'augmentation de la production étant fonction des forces productives, lesquelles ne peuvent augmenter du jour au lendemain. Q augmentera aussi du

fait de l'inflation, mais dans une proportion réduite pour le motif donné ci-dessus.

Ainsi de beaucoup le principal effet de l'inflation est la hausse des prix ou la dépréciation monétaire correspondant à la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie.

La circulation monétaire peut agir sur le change à travers la balance des comptes. L'augmentation du revenu nominal, causée par l'inflation, donne pour le moment l'impression d'un bien-être accru, ce qui provoque une augmentation des importations, chose qui s'est passée en Roumanie, comme nous l'avons montré.

De même, les prévisions sur les effets futurs de l'état actuel de la circulation, ou sur les mouvements de la circulation peuvent agir directement sur le change, sans l'intermédiaire de la balance des comptes, ou de la disparité des pouvoirs d'achat. C'est la spéculation.

La circulation monétaire de la Roumanie pendant la période envisagée a augmenté dans un *tempo* très vif. Mais pour se rendre compte de la mesure dans laquelle cette augmentation a constitué une inflation, il faut comparer le total de l'émission, aux émissions faites pour les besoins de l'Etat.

	Total émissions	Emissions pour les soins de l'Etat	Pourcentages
1918	2.489.143.311	1.604.144.511	64,1 %
1919	4.215.031.872	3.800.807.656	90 %
1920	9.485.357.798	8.198.942.067	86,3 %
1921	13.722.231.453	12.363.771.186	90 %
1922	15.162.053.232	12.317.571.351	81,1 %

Il y eut deux causes de ces fortes émissions pour les besoins de l'Etat : le déséquilibre des finances publiques et l'unification monétaire.

Nous ne parlerons ici que de la deuxième cause, l'unification monétaire, nous réservant de donner les explications nécessaires pour le déséquilibre budgétaire au chapitre réservé à la politique financière de l'Etat.

Par l'incorporation à notre Etat de tous les territoires habités par des Roumains, nous nous sommes trouvés avec cinq sortes de monnaies, circulant dans notre pays. Dans l'Ancien royaume, le leu émis par la Banque Nationale de Roumanie et le leu émis par les Allemands sous les auspices de la Banque Générale, dans la Transylvanie et la Boukovine, la couronne autrichienne et en Bessarabie les roubles Romanoff et Lwow.

L'existence de ces différentes monnaies, avec des pouvoirs d'achat différents, n'étaient pas du tout propices à l'unification économique de notre pays, chacune des provinces tendant à former un marché fermé. Les variations du cours du change de ces monnaies donnaient lieu à une spéculation si intense, qu'on a pu dire que la vie économique était transformée dans une Bourse (1).

Pour couper court à ces spéculations, pour rendre plus active l'interpénétration économique des diverses provinces, et surtout pour empêcher l'importation des couronnes et des lei de la Banque Générale, fabriqués à

(1) N. C. Angelesco : L'expérience monétaire roumaine. Thèse. Paris, 1927.

Berlin, on a décidé de procéder à l'unification monétaire.

La première mesure, prise en vue de cette unification, a été le décret du 27 février 1919, interdisant sous peines sévères l'importation des couronnes. Cette mesure risquait de rester inefficace, si on ne procédait pas à l'identification des monnaies circulant dans notre pays, car on n'aurait pas pu distinguer les monnaies importées de celles provenant de l'intérieur.

Au printemps de 1919, on procéda à cette identification. On a critiqué, et avec beaucoup de raison, la technique de cette opération. L'identification des monnaies, circulant à l'intérieur de la Roumanie, a été réalisée par l'apposition des différents sceaux, suivant l'autorité compétente à réaliser l'estampillage, sceaux qui étaient facilement imitables et tellement usés qu'ils ne laissaient sur les billets qu'une tache d'encre.

La façon dont on a effectué l'estampillage a rendu cette mesure inefficace, ce qu'on peut très bien comprendre en faisant une comparaison entre le nombre des couronnes présentées à l'estampillage et celles présentées à l'échange (1).

Couronnes présentées à l'estampillage : 4.287.523.848 ;

Couronnes présentées à l'échange : 8.713.885.851.

On ne procéda à l'opération de l'échange qu'à pendant l'automne 1919.

On a souvent reproché au gouvernement le retard mis

(1) Savel Radulesco, op. cit., page 482.

à effectuer l'unification monétaire. Nous pensons que ces reproches doivent être surtout adressés à la technique de l'estampillage, car elle a été la source de tous les méfaits de notre unification monétaire.

Les causes de ce retard étaient les suivantes :

1° Les frontières n'étaient pas encore fixées.

2° La conception dominante alors était que la solution du problème serait réalisée par l'intermédiaire du traité de paix, en obligeant les pays qui ont émis les monnaies circulant dans notre pays à les prendre à leur charge. Or, ces espérances n'ont été que des illusions évanouies devant la façon dont a été résolu le problème des réparations par les différentes conférences réunies dans ce but.

3° L'hésitation de la Banque Nationale d'émettre les billets nécessaires à l'unification monétaire.

Cette hésitation a été fondée sur l'idée préconçue, qui a été toute puissante à la Banque Nationale, que le cours du change est en relation directe avec le montant de la couverture métallique (1). C'est la célèbre règle du tiers que l'on a faussée, nous verrons comment, dans le dessein de la respecter à tout prix.

La résistance de la Banque à émettre des billets pour la réalisation de l'unification monétaire est due à une fausse conception monétaire. La couverture métallique n'a rien à voir dans le cours du change d'une monnaie soumise au régime du cours forcé. La couverture a pour

(1) Rapport du Conseil Général de la Banque Nationale de Roumanie à l'Assemblée générale annuelle de 1930, page 6.

but d'assurer la convertibilité du billet et, par conséquent, de maintenir le change entre les gold points. Mais dans un régime de cours forcé, le papier-monnaie n'étant pas convertible contre de l'or ou des devises valant l'or, le cours du change dépend exclusivement des différents facteurs, que nous avons indiqués, et qui varient indépendamment des mouvements de la couverture métallique.

L'opposition de la Banque Nationale contre l'émission des billets nécessaires à l'unification monétaire est allée assez loin, au point qu'il a été question, à un moment donné, de procéder à une émission d'Etat en vue de laquelle on avait même commandé des billets en Amérique.

Notre Institut d'émission a fait connaître au gouvernement son point de vue sur la façon dont il entend la réalisation de l'unification monétaire, dans une note adressée au Ministre des Finances, le 24 mars 1920 (1).

Ce qu'il faut retenir de cette note, c'est l'idée de la réduction de la circulation monétaire, en ne payant que deux tiers avec les billets émis par la Banque et, pour le reste, en donnant des titres, qui serviront de monnaie, et seront remboursés dans quatre ou cinq ans.

Cette idée a été suggérée à la Banque Nationale par la crainte que lui inspirait une nouvelle émission. La circulation aurait été effectivement réduite si l'on avait retenu le tiers des billets émis pour l'unification moné-

(1) I. G. Bibicesco : Huit ans à la Banque Nationale. Bucarest, 1921. Annexe 23.

taire, à titre d'impôt, comme on l'a fait en Tchécoslovaquie. Mais si on avait donné des titres pouvant servir de monnaie, le résultat visé par la Banque n'aurait pas pu être atteint.

C'est de la quantité de moyens de paiement qu'il faut tenir compte dans l'appréciation du volume d'une circulation monétaire. Or, la réduction de la quantité des monnaies envisagée par la Banque Nationale n'en était pas une, car elle ne faisait que donner à la place des billets d'autres titres ayant un pouvoir circulatoire. Par conséquent, la masse circulatoire ne se trouvait pas réduite, car l'aspect sous lequel les moyens de paiement se présentent ne peut pas opérer une réduction de ces moyens.

C'est probablement un des motifs qui a déterminé le gouvernement à changer d'avis et à revenir sur l'adhésion qu'il avait donnée aux idées de la Banque Nationale. Celui-ci, après avoir ordonné le paiement de 60 % seulement, des monnaies présentées à l'échange, en billets de la Banque Nationale, a payé ensuite en 1921, le restant des 40 %, malgré l'avis contraire réitéré de la Banque Nationale (1).

La technique de l'échange fut établie par la convention du 11 juin 1920, intervenue entre notre Institut d'émission et le gouvernement roumain.

L'échange fut décidé par la loi du 1^{er} août 1920. Cette loi laissa le taux d'échange à l'appréciation du Ministre des Finances. Il s'ensuivit une spéculation effrénée, en

(1) I. G. Bibicesco, *op. cit.*, page 51.

supputant le taux auquel l'échange serait effectué. La preuve en est donnée par la grande quantité de couronnes échangées dans l'ancien royaume et surtout à Bucarest, quoique la couronne n'eût pas cours légal dans l'Ancien royaume.

Couronnes échangées dans l'ancien royaume (1) : 290.689.403.

Couronnes échangées à Bucarest : 871.307.155.

Le taux auquel se fit l'échange fut fixé à 0,50 lei, une couronne (la valeur sur le marché étant de 0,20 à 0,25 leu) (2), et pour les roubles : un leu le rouble Romanoff, et 0,30 lei pour le rouble Lwow.

La population de Bessarabie fut profondément mécontente de ce taux d'échange, ce qui amena le gouvernement à modifier le taux d'échange en faveur des détenteurs de roubles. On y appliqua un taux régressif, inversement proportionnel à la somme présentée à l'échange, et partant, de 1 leu 35 pour le rouble Romanoff et de 1 leu pour le rouble Lwow.

Au total, dans l'année 1919, on a payé pour l'échange des roubles et couronnes (seulement 60 p. 100 de la valeur des monnaies présentées à l'échange) :

Pour les couronnes.....	2.841.634.433
Pour les roubles.....	579.330.778
Pour les billets de la Banque Générale.	1.677.332.000
TOTAL.....	4.098.297.211

(1) V. Slavesco : Historique de la Banque Nationale. Bucarest, Cultura Nationala, 1924, page 290.

(2) V. Slavesco, op. cit., page 288.

Pendant l'année 1922, on a payé le reste des 40 p. 100 et le supplément d'échange qui fut accordé, ayant surtout en vue la situation des paysans qui n'ont pas présenté leurs billets à l'échange en temps utile : 2.976.052.200.

Au total, on a émis pour l'unification monétaire : 7.074.349.400.

On a beaucoup critiqué le taux d'échange comme étant trop élevé, fait qui a encouragé la contrebande des couronnes et a entretenu la spéculation autour de l'unification monétaire et a aggravé l'inflation. Mais nous croyons que ce reproche doit surtout être adressé à la technique de l'estampillage ainsi qu'aux indiscretions commises autour du taux de l'échange.

Nous sommes de ceux qui pensent que le gouvernement n'aurait pas pu faire autrement sans susciter de mécontentement dans les provinces récupérées.

Depuis la réintégration des nouvelles provinces à la mère-patrie, les couronnes et les roubles circulant dans ces provinces, ont subi de fortes dépréciations par la solidarité qui liait ces monnaies aux monnaies respectives d'Autriche et de la Russie.

Les habitants des territoires récupérés étaient lésés par cette dépréciation, que l'Etat roumain aurait pu éviter s'il avait été prudent, procédant plutôt à l'unification monétaire, et s'il avait rendu efficace l'identification des couronnes et des roubles, rompant ainsi la solidarité qui liait le cours de ces monnaies, des monnaies respectives d'Autriche et de Russie. L'Etat était de ce chef morale-

ment obligé de réparer les dommages qui lui étaient, au moins en partie, imputables.

A cela, il faut encore ajouter les promesses des partis politiques, ayant pour objet le taux d'échange, qu'on ne pouvait pas méconnaître sans susciter un état d'esprit peu propice à l'unification morale.

Procédant autrement, le gouvernement aurait mécontenté les habitants des provinces récupérées, ce qui n'aurait pas été d'une bonne politique, surtout au lendemain de la réalisation de nos aspirations nationales.

Au point de vue de l'inflation, l'émission de papier-monnaie pour l'unification monétaire n'a constitué une inflation, que dans la mesure de l'écart entre le cours du change des différentes monnaies échangées et le taux respectif d'échange.

Comme nous l'avons montré (p. 31) l'inflation consiste dans des émissions de papier-monnaie, lesquelles, n'étant pas représentatives de richesses existantes, augmentent le revenu nominal national du pays, et par conséquent, le revenu des individus, en entraînant la dépréciation de la monnaie.

Les billets émis par la Banque Nationale pour l'unification monétaire étaient donnés en échange de couronnes ou de roubles, monnaies qui représentaient des richesses existantes, égales à leur pouvoir d'achat.

Dans la mesure de ces pouvoirs d'achat, l'échange ne faisait que remplacer le signe les représentant, ces émissions n'ont pas constitué une augmentation du revenu, et par conséquent n'ont pu entraîner une dépréciation du leu.

Au contraire, dans la mesure où on a donné un pouvoir d'achat supplémentaire, la différence entre le cours du change et le taux d'échange, dans cette mesure, le revenu individuel se trouvant augmenté, l'unification monétaire a contribué à l'inflation et à la baisse de notre change.

C. — *La politique des Etats.*

La politique d'un Etat peut se répercuter de différentes façons sur le change, suivant le terrain sur lequel elle se manifeste. Nous passerons en revue les différentes manifestations de la politique de l'Etat en montrant la façon dont elles agissent sur le change.

La politique extérieure ou intérieure peut avoir parfois une influence décisive sur la tenue du change, quoiqu'au premier abord, il paraîtrait que ces deux phénomènes n'ont aucune relation avec le change.

Elles agissent surtout par une influence psychologique. Par exemple, un conflit diplomatique aigu causant une menace de guerre, ou la perspective d'une victoire électorale d'un parti communiste, dont les doctrines économiques sont connues, peuvent entraîner une évocation des capitaux en masse, en quête d'un placement présentant plus de sécurité au point de vue de leur existence. Dans cette occurrence, la politique extérieure ou intérieure agit sur le change en modifiant un des éléments de la balance des comptes.

Quant à la politique financière et économique d'un Etat, elle a aussi une action sur le change par les fortes

attaches qu'elle a avec les facteurs déterminants du change.

La politique financière de l'Etat comprend la totalité des mesures se référant à la gestion des finances publiques. Ces mesures se réfèrent surtout à l'équilibre budgétaire, c'est-à-dire aux dépenses et aux recettes.

Toujours à la politique budgétaire se lie la question de la dette publique, car c'est par des moyens budgétaires qu'il faut faire face aux échéances et aux paiements des intérêts afférents.

A la politique économique, c'est-à-dire à toutes les mesures prises pour assurer le développement de la production et de la richesse d'un pays, se rattache la question du tarif douanier et la politique d'encouragement de la production. Nous reprendrons donc ces phénomènes en montrant l'influence qu'ils peuvent avoir sur le change.

La politique budgétaire d'un Etat n'est pas par elle-même un facteur influençant le cours du change. Un Etat peut avoir une bonne monnaie et de mauvaises finances, de même qu'un Etat peut avoir de bonnes finances, mais avec une mauvaise monnaie.

Supposons qu'un Etat ayant de forts déficits budgétaires, trouve le moyen de combler ces déficits par un emprunt. Dans ce cas, nous ne voyons pas comment le déficit budgétaire peut influencer, en quoi que ce soit, le change.

Pour ce motif, nous trouvons un peu exagérée l'importance qu'on accorde en général à l'équilibre budgétaire dans les questions monétaires.

Mais si le déficit budgétaire ne peut influencer le change par lui-même, il peut l'influencer par la façon dont ce déficit peut être comblé.

Si le déficit budgétaire est comblé par un emprunt, le change ne subit aucune influence du fait de ce déficit, mais si pour le combler, on a recours à la planche des billets, alors cette émission augmentant le revenu nominal national, entraîne la dépréciation de la monnaie, et par conséquent, la baisse du change.

Pour préciser l'influence de la situation budgétaire, nous dirons que cette situation n'a une répercussion sur le change que dans la mesure où les déficits budgétaires sont comblés par des émissions de la banque d'émission.

Tenant compte de l'influence du facteur psychologique, il faut encore ajouter à la proposition précédente, que la situation budgétaire peut influencer le change, non seulement dans la mesure où cette situation entraîne une émission de billets pour les besoins de l'Etat, mais aussi dans la mesure où cette émission est probable.

La politique fiscale influence le change par ses répercussions sur la production et le mouvement des capitaux. Une fiscalité excessive peut entraver la production et par conséquent la diminuer, agissant ainsi sur le change à travers la balance des comptes.

De même, une politique fiscale à outrance peut provoquer une fuite des capitaux, pour échapper au paiement d'impôts trop lourds. A ce point de vue, la Roumanie a eu sa part d'expériences : l'annonce seule de l'impôt sur

le capital par la loi des finances de M. Titulesco, de 1921, entraîna une exportation de capitaux (1).

La dette publique agit sur le change et par sa nature et par son montant.

La dette intérieure consolidée, n'a pas de prise sur le change, mais la dette intérieure flottante agit sur lui, car pour faire face aux échéances, l'Etat peut avoir recours à une émission de billets.

L'exemple le plus frappant est celui de la France. L'Etat ayant à faire face à un remboursement massif des Bons du Trésor au printemps de 1926, fit appel à la Banque de France. La crise du change qui s'ensuivit est bien connue et à laquelle le gouvernement d'union nationale, sous la présidence de M. R. Poincaré, y mit un terme.

La dette extérieure consolidée influence le change par le mouvement des capitaux, auxquels donne lieu le paiement des intérêts.

La dette extérieure flottante agit sur le change en dehors des conséquences du paiement des intérêts, par l'assimilation des bons du Trésor à la monnaie nationale, ce qui grossit d'autant la masse de monnaie nationale se trouvant sur le marché des changes et peut, dans un moment de panique, provoquer une baisse du change par le fait que tous les porteurs étrangers des Bons du Trésor, se portant vendeurs de ces bons, augmentent encore l'offre de monnaie nationale.

La politique douanière agit sur le change par l'action directe qu'elle exerce sur la balance commerciale et par

(1) Savel Radulesco, *op. cit.*, page 578.

conséquent sur la balance des comptes, soit qu'elle ait pour but d'activer l'export et diminuer l'import, soit qu'elle ait pour but de protéger l'industrie nationale.

Après la guerre, pendant la crise du change qui s'ensuivit, tous les Etats se sont ingéniés, sinon à redresser leur change respectif, du moins à enrayer la baisse. A ce point de vue, presque tous les Etats ont eu une politique d'intervention sur le marché du change. Il convient donc de chercher à comprendre la valeur pratique d'une telle intervention.

Il faut dire, dès le début, que la politique d'intervention sur le marché du change ne peut avoir qu'une influence limitée.

Dans les facteurs déterminants du change, on peut distinguer deux catégories : l'une contenant les facteurs qu'on pourrait nommer naturels : la balance des comptes, la circulation, la politique des Etats, et l'autre catégorie, constituée par les prévisions, c'est-à-dire le facteur psychologique.

Si sur la première catégorie, la politique d'intervention ne peut avoir prise, ces facteurs obéissant à des lois qu'on ne peut pas écarter, sur l'élément psychologique, sur la spéculation, on peut agir surtout par une organisation du marché du change, ce que, d'ailleurs, ont essayé de faire tous les Etats.

La politique d'intervention sur le marché peut encore avoir un autre but. Elle peut tendre à réduire les variations trop fortes d'un change dont la baisse s'est arrêtée. Cette situation des fortes variations se présente surtout dans les pays d'un caractère agricole accentué et pro-

vient des déficits et des excédents successifs et temporaires de la balance des comptes.

L'intervention sur le marché des changes connue sous le nom de politique de devises consiste à chercher par des ventes et des achats de devises appropriées, à maintenir le cours du change à un niveau constant.

La politique des devises peut être employée aussi pour stabiliser le change en fait. Nous réservons cette question au chapitre consacré à l'étude des solutions possibles du problème monétaire.

Après avoir montré l'action de la conduite des Etats sur le change, nous décrirons la politique de l'Etat roumain.

a) *La politique financière* (1).

Dans la politique financière de la Roumanie, durant les années 1918-1923, on distingue nettement deux périodes, l'une allant de 1918 à 1922 et l'autre de 1922 à 1923.

Dans la première période, on ne peut pas dire que les gouvernements ont eu une politique financière. L'Etat vivait au jour le jour et ses budgets étaient déficitaires. Pour les combler, il fit appel exclusivement aux emprunts, surtout à la Banque Nationale.

La deuxième période commence avec la tentative de M. Titulesco, ministre des finances dans le gouvernement présidé par le général Averesco, pour mettre de

(1) Voir, pour détails, Savel Radulesco, op. cit.

l'ordre dans nos finances. On voit enfin le gouvernement revenir aux sains principes de la science financière.

Commençons par les années 1918-1921.

Les résultats de la politique financière pour ces années se reflètent dans la balance des recettes et des dépenses.

EN MILLIONS DE LEI

	Recettes	Dépenses	Soldes
1918-1919.....	469	1.646	— 1.177
1919-1920.....	1.146	4.127	— 2.987
1920-1921.....	4.423	6.973	— 2.550

Pour les trois années envisagées, les budgets sont déficitaires. Ces déficits s'expliquent par la façon dont ces budgets ont été établis et par la défectuosité du système d'impôts alors en vigueur.

« Les budgets 1918-1919 et de 1919-1920 furent établis d'après le budget de 1916-1917 par des douzièmes provisoires qui n'étaient à vrai dire qu'une simple formalité. Les ordonnancements qui dépassaient ces budgets étaient inscrits comme crédits supplémentaires et extraordinaires. La majorité de ces dépenses étaient soutenues par des emprunts (1). »

Le premier budget établi après la guerre fut celui de 1920-1921. Ce dernier budget ne fut voté que le 26 août 1920 au lieu d'être voté avant le 1^{er} avril, date du commencement de l'année financière. Il n'était

(1) Savel Radulesco, op. cit., page 496.

d'ailleurs qu'un budget provisoire, comme l'annonce l'exposé des motifs. Ce budget prévoit un déficit initial de 500 millions de lei et le résultat fut de 2,5 milliards de déficit.

Il était malaisé de connaître la totalité des besoins de l'Etat roumain, car la Roumanie agrandie avait d'autres nécessités que l'Ancien royaume. On devait procéder par étapes et par tâtonnements. Le budget de 1920-1921 et celui de 1921-1922 ne furent que des étapes dans la marche vers l'équilibre budgétaire.

Le gouvernement avait gardé de la guerre l'habitude de fortes dépenses et sa conception était que les crédits, inscrits dans les budgets, étaient évaluatifs et non limitatifs.

Les contrats, passés pour l'importation du matériel de chemins de fer, avaient été conclus à la légère, ces contrats étant fait à la valeur ouverte. Les sommes dues, en vertu de ces contrats, s'élevaient en 1923 à 16 milliards de lei (1).

L'Etat sort de son cadre d'activité pour s'arroger le droit d'importer certaines marchandises, importations payées en bons du Trésor, libellés en change apprécié.

On voit d'après ce tableau que l'activité dépensatrice de l'Etat s'était développée sans aucun contrôle, d'autant plus que le souci des recettes était inexistant.

En ce qui concerne les ressources, il paraît que tout souci de recours aux impôts avait été écarté par nos gou-

(1) N. C. Angelesco : Le problème monétaire roumain. Thèse, Paris, 1927, page 178.

vernants. Le système d'impôts en vigueur était toujours le vieux et désuet système fiscal d'avant-guerre qui rappelait « les quatre vieilles » de l'ancien système fiscal français.

La nouvelle Roumanie, avec ses charges, imposées par ses nécessités de reconstruction et de réorganisation, avait des besoins plus grands qui ne pouvaient être comblés que par un effort fiscal accentué. Ajoutons à cela que la perception des impôts se faisait d'après des évaluations faites il y a vingt ou trente ans (1). Ainsi, on ne tenait aucun compte de l'évolution des richesses. Cette politique nous explique suffisamment pourquoi nos budgets étaient déficitaires.

Si l'on examine la structure du budget, on est frappé par la prédominance des impôts indirects, impôts productifs, il est vrai, mais injustes, en ce qu'ils frappent le contribuable d'après le fait de la consommation et non d'après sa fortune. Dans le budget de 1920-1921 les impôts indirects représentent 54 p. 10 de la totalité des recettes, tandis que les impôts directs ne représentent que 6 p. 100 des recettes. Cette proportion ajoute à notre système d'impôts le qualificatif d'injuste à côté de celui d'insuffisant.

Cette politique financière avait assez duré. La nécessité d'une réforme s'imposait à un triple point de vue :

1° Au point de vue de l'équilibre budgétaire, il fallait à tout prix trouver dans les impôts, source normale de

(1) V. V. Badulesco : Les finances publiques de la Roumanie. Paris, Giard, 1923, page 49.

revenus des Etats, le moyen nécessaire pour faire face aux multiples besoins de la Grande Roumanie. Pour cela, il fallait réformer le système fiscal pour rendre nos impôts plus productifs.

2° Au point de vue de la répartition des impôts pour les rendre conformes aux nouvelles idées de justice fiscale et aux idées démocratiques.

3° Au point de vue de la nécessité de l'unification de la législation fiscale roumaine.

M. Titulesco s'attaqua le premier à cette réforme par le budget de 1921-1922, voté le 19 juillet 1921.

Trois principes ont inspiré l'élaboration de ce budget :

« 1° Réduire les dépenses publiques le plus possible.

2° Augmenter les revenus par la création de nouveaux impôts jusqu'à la limite qu'il est dangereux de dépasser sans gêner la production.

3° Faire honneur aux dettes contractées en entrant franchement dans la voie de l'exécution des nouvelles dettes qui nous attendent, avec la ferme intention d'aller jusqu'au bout pour établir l'équilibre financier (1). »

La réforme de M. Titulesco, devenue la loi du 1^{er} août, comprend :

1° La réforme des contributions directes.

2° La création de l'impôt progressif sur le capital et sur les bénéfices de guerre.

3° La création d'une taxe de luxe et d'un impôt sur le chiffre d'affaires.

Le système d'impôts comprend les impôts suivants :

(1) Exposé des motifs du budget 1921-1922, page 45.

1° L'impôt cédulaire sur le revenu spécial et l'impôt unique progressif sur le revenu global.

2° L'impôt sur les échanges de marchandises, valeurs, services et l'impôt sur les objets de luxe.

3° L'impôt sur la plus-value immobilière.

4° Le monopole de l'alcool.

5° Le monopole de la vente du sucre.

6° L'impôt exceptionnel et progressif sur le capital.

La base de l'imposition est la déclaration contrôlée du contribuable.

Le parti libéral qui vint au pouvoir en automne 1922 supprima la réforme de M. Titulesco, en en annonçant une nouvelle.

La nouvelle réforme de M. V. Bratiano, le nouveau ministre des finances, se rapproche beaucoup de celle de son devancier.

La réforme des contributions directes comprend :

1° L'impôt sur le revenu des propriétés agricoles.

2° L'impôt sur le revenu des propriétés bâties.

3° L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières.

4° L'impôt sur le revenu commercial et industriel.

5° L'impôt sur le revenu des professions libérales.

A ces impôts s'ajoute l'impôt progressif sur le revenu global, frappant la totalité des revenus. Comme dans la réforme de M. Titulesco, cet impôt comprend des dégrèvements à la base.

Avec le budget de 1922-1923, on entre dans l'époque des finances équilibrées. D'après la statistique officielle, le budget de l'année 1922 présente même un excédent de 266 millions de lei.

b) *La dette publique.*

Les déficits budgétaires ont été comblés par des emprunts, surtout par des emprunts à la Banque Nationale.

Au point de vue des emprunts, on peut distinguer :

- 1° Les emprunts à l'intérieur du pays ;
- 2° Les emprunts à la Banque d'émission ;
- 3° Les emprunts à l'étranger.

A l'intérieur du pays, deux grands emprunts ont été lancés : l'Emprunt de l'Union et l'Emprunt de la Paix et de la Reconstruction.

L'Emprunt de l'Union fut émis en février 1919, pour retirer de la circulation le numéraire trop abondant et pour subvenir aux dépenses créées par la mise en application de nouvelles lois sociales. L'emprunt fut émis sous la forme de rentes amortissables 5 p. 100, taux d'émission 90 p. 100. Le résultat fut de 1.143.193.800 lei.

En vertu de la loi du 16 janvier 1920, l'Etat lança l'Emprunt de la Paix et de la Reconstruction qui avait pour but de couvrir les besoins du Trésor, créés par le fort contingent des troupes démobilisées et par la mise en application des différentes lois sociales issues de la guerre, ainsi que de reconstituer l'économie nationale. Cet emprunt fut émis sous la forme de rentes amortissables 5 p. 100, taux d'émission 87 p. 100. Il procura à l'Etat 2.740.734.500 lei.

L'Etat contracta à l'intérieur des emprunts en Bons du Trésor, au porteur à courte échéance. Les banques roumaines avaient souscrit 450 millions à ces emprunts.

Vu la faible importance de ces chiffres, cette dette flottante ne présentait aucun danger au point de vue du change.

L'Etat roumain, à court d'argent, s'adressa souvent à la Banque Nationale, laquelle émit, pour les besoins de l'Etat et de l'unification monétaire, de novembre 1918 au 30 juillet 1922, 10.800 millions de lei.

Tenant compte des emprunts accordés par la Banque à l'Etat pendant la guerre (1.600 millions de lei), le total de la dette de l'Etat envers la Banque Nationale s'élevait à 12.400 millions de lei, à fin juillet 1920.

Les emprunts à l'étranger furent contractés en bons du Trésor, libellés en monnaie étrangère. Ces emprunts furent contractés pour payer les frais des fournitures de guerre envoyées par nos alliés, pour payer les locomotives achetées et faire face au ravitaillement du pays.

A la date du 1^{er} mars 1922, le montant des bons du Trésor à l'étranger s'élevait à 2.511 millions de lei (à la parité du cours du change). Ces bons ont été émis durant la période 1919-1921.

A l'échéance de ces bons, comme les finances roumaines se trouvaient dans une situation précaire, on n'a pas pu faire honneur à la signature. Alors, tous les porteurs de bons du Trésor jetèrent leurs titres sur le marché et comme ces bons étaient assimilés aux lei, ils provoquèrent la chute du leu et l'aggravation de la crise du change.

Pour empêcher la répétition de ces crises, le gouvernement procéda, au mois de juin 1922, à la consolidation de ces bons. Il ne consolida que les bons détenus

par les particuliers, car ces bons étaient ceux qui pouvaient avoir une répercussion sur notre change.

En vue de cette opération, le gouvernement contracta envers un consortium anglais un emprunt de trente-cinq millions de livres sterling. Comme cet emprunt représentait juste la somme nécessaire pour la consolidation, l'Etat dut contracter encore un emprunt de 2,5 millions de livres sterling, pour couvrir les frais de la consolidation et les paiements immédiats du coupon exigible.

Le reste de ces sommes servit pour instituer, à Londres, un fonds destiné à couvrir les différences dues aux fluctuations du change.

L'emprunt de 35 millions de livres sterling était amortissable en 81 semestres à partir de la sixième année ; le deuxième emprunt, celui de 2,5 millions était amortissable en 20 ans. L'intérêt des deux emprunts était de 4 %.

D'après les calculs de M. Tutuc (1), ces bons représentant 52 millions de livres sterling, à la parité légale, ont été échangés contre des titres d'une valeur de 27 millions de livres sterling seulement. L'intérêt à payer sera de 1.080.000 livres sterling par an.

On ne peut qu'approuver cette consolidation, malgré les critiques qu'elle a soulevées. Peut-être, aurait-on pu obtenir des avantages plus sensibles, mais il ne faut pas oublier que la consolidation a été une opération avantageuse à trois points de vue. Elle a permis :

(1) Consolidation des bons du Trésor à l'étranger et l'emprunt supplémentaire de 2,5 millions de livres sterling. Indépendance économique 1921, page 140.

1° De faire un pas en avant dans la marche vers l'assainissement de nos finances ;

2° De relever le crédit de notre Etat à l'étranger ;

3° D'écarter le péril qui pouvait résulter de l'existence de cette masse de bons du Trésor qui pouvait être à tout moment jetée sur le marché du change.

c) L'intervention sur le marché du change.

Le 22 janvier 1919, le décret-loi portant cette date créa auprès de la Banque Nationale de Roumanie le Service du contrôle des changes et des paiements à l'étranger. Les attributions de ce service étaient de fixer le cours du change et de centraliser toutes les ventes et achats de devises. Cette institution a soulevé des critiques unanimes.

D'abord, la fixation du cours du change était inopérante, le cours du change publié par le Service du contrôle du change et des paiements à l'étranger ne pouvant influencer en rien les facteurs déterminants du change. Les sanctions prévues contre la publication d'autres cours que ceux fixés par le service sus-nommé tombèrent vite dans l'oubli, les journaux publiant chaque jour le cours réel.

L'obligation imposée à tout possesseur de disponibilités sur l'étranger, de les céder au Service du contrôle du change et des paiements à l'étranger contre de la monnaie nationale, au cours fixé par lui, détermina les détenteurs de ces devises à ne plus les rapatrier.

Le Service..., pour se procurer les stocks nécessaires de disponibilités sur l'étranger imposa aux exportateurs

roumains l'obligation de vendre leurs marchandises contre des devises étrangères.

Ces deux dernières mesures ont eu une mauvaise influence sur la tenue de notre change, en ce qu'elles agissaient sur la balance de l'offre et de la demande, en augmentant la demande de devises étrangères et en diminuant la demande de lei.

Les fonds de devises amassées par le Service... ne fut que très peu utilisé pour les besoins du commerce. Il fut en majeure partie distribué à un cours avantageux aux personnes favorisées.

En fait, la seule attribution de cette institution fut « d'accorder ou de refuser, quand on voulait bien le lui demander, l'autorisation d'exporter de la monnaie nationale ou d'autres valeurs et de distribuer à certains politiciens, à des cours avantageux, le change étranger dont l'Etat pouvait disposer à la Banque Nationale » (1).

d) *Politique douanière.*

La politique douanière de la Roumanie d'après-guerre est indécise et changeante. Le gouvernement, ayant le pouvoir de légiférer par des décrets-lois, use et abuse de ce droit. Les décrets se succèdent et se contredisent.

La Roumanie étant grande exportatrice de céréales, c'est surtout sur le régime concernant celles-ci que nous fixerons notre attention. En ce qui concerne le commerce

(1) Aristide Basilescu : Le problème monétaire roumain. Thèse Paris, 1920, page 91.

extérieur des céréales, nous distinguons quatre périodes (1) :

1° Une première période, du 18 juin 1919 au 10 avril 1920, prohibe les exportations et permet seulement à l'Etat de faire des importations. Nous nous sommes occupés de ces importations en montrant les résultats financiers que l'Etat en a obtenus et les abus commis.

2° Une deuxième période, du 10 avril 1920 au 17 août 1921, permet l'exportation, mais seulement avec des autorisations qui n'étaient données qu'à ceux qui s'engageaient à importer en échange des marchandises nécessaires à la reconstruction économique du pays.

3° Une troisième période, du 17 août 1921 au 10 juillet 1922, ne permet l'exportation des céréales que si l'exportateur réserve 50 p. 100 du contingent pour la consommation intérieure. Toute exportation de blé était prohibée.

4° Dans la quatrième période, du 10 juillet 1922, l'importation est libre après paiement d'une taxe d'exportation.

Immédiatement après la guerre, ce régime de prohibitions et d'entraves se justifiait par l'insuffisance de nos récoltes et par les nécessités du pays. A propos de ce régime, il faut relever les nombreux abus qui ont été commis surtout avec les permis d'exportation et le contingentement, abus qui ont beaucoup réduit la valeur de ces prohibitions.

Si ce régime de prohibitions se justifiait pendant les

(1) Savel Radulesco, *op. cit.*, page 418.

premières années après la guerre, la stabilisation de ce régime, sous la forme de taxes à l'export, a été l'objet des critiques.

Le maintien des taxes à l'export était toujours justifié par les besoins de la consommation intérieure. Mais la vraie raison était que ces taxes mettaient un frein à la hausse des prix, et, par conséquent, elles faisaient partie des mesures qu'on a prises presque dans tous les pays pour combattre la hausse des prix.

Ces restrictions à l'import ne faisaient que gêner la production agricole, ce qui avait une fâcheuse répercussion sur la balance des comptes.

En matière d'import, il faut surtout signaler le tarif douanier du 11 juillet 1919, tendant à prohiber absolument les importations non indispensables à l'économie nationale. Ce tarif eut le mérite d'enrayer l'import effréné d'objets de luxe qui avait pris un développement inconnu au cours des années qui ont suivi la guerre.

APPENDICE

La politique monétaire de la Banque Nationale

Nous intégrons la politique monétaire de la Banque Nationale de la Roumanie dans le chapitre consacré à la politique de l'Etat parce que la conduite de la Banque Nationale, malgré le souci d'indépendance de ses dirigeants, n'a fait que subir les effets de la politique financière de notre Etat.

Les besoins énormes de l'Etat et l'insuffisance de ses ressources l'ont souvent amené à demander des emprunts à la Banque d'émission. Celle-ci, connaissant les difficultés qu'avait à surmonter le gouvernement et l'impossibilité de trouver des ressources pour couvrir les dépenses pour notre ravitaillement, la réorganisation et la reconstruction de la Grande Roumanie, ne put que faire droit aux demandes du gouvernement et accorder les emprunts sollicités.

La Banque Nationale, gardienne de notre monnaie, se rendant compte du péril que constituait l'inflation pour notre monnaie, ne se résigna qu'assez difficilement à financer les dépenses de notre Etat, parfois même elle résista aux demandes, en montrant le péril des émissions sans bornes.

Toutes les fois que notre Institut d'émission fit de nouvelles émissions pour les besoins du Trésor public,

il chercha à prendre toutes mesures possibles pour ne pas affaiblir le gage de notre monnaie. A ce point de vue, il eut le constant souci de garder la proportion légale entre l'émission et la couverture métallique. Nous verrons comment, en fait, cette proportion fut faussée.

D'après les statuts de la Banque Nationale (1), le rapport entre la couverture métallique et la circulation devait être de 40 %. 70 % du montant de la couverture devait être en or, le reste pouvant être constitué par des devises sur les marchés anglais, français, allemand et belge.

La proportion de l'encaisse métallique ne pouvait être abaissée à 33 % de la circulation qu'exceptionnellement et pour un temps déterminé, sur la demande du Conseil général de l'Institut d'émission, approuvée par le Conseil des ministres. Cet état exceptionnel était devenu la règle depuis le milieu de 1917.

La règle du tiers reçut deux coups qui faussèrent l'intention dans laquelle elle fut imposée et s'impose à tous les systèmes d'émission.

D'abord, le décret-loi du 16 novembre 1918 permettait de compter dans la couverture métallique des devises étrangères, pour une somme de 400 millions de lei, en dehors des prévisions statutaires.

Vint ensuite la convention du 12 mai 1919, qui permit à la Banque Nationale de compter dans l'encaisse métal-

(1) Art. 35 des Statuts.

lique les bons du Trésor que l'Etat lui remettait contre les emprunts qu'il contractait à l'aide d'émissions.

Ces deux modifications apportées à la qualité de la couverture métallique eurent pour but de maintenir hors d'atteinte la règle du tiers. Un examen de la proportion entre la circulation et la couverture métallique nous montre que la proportion légale n'a pas été formellement dépassée.

ENCAISSE MÉTALLIQUE			CIRCULATION	
	Or	Traites or		
1918.	493.736.880	384.796.280	2.480.145.311	35 %
1919.	495.102.686	915.763.113	4.215.031.872	33 %
1920.	493.796.885	2.704.763.113	9.485.557.798	33 %
		(1) (2)		
1921.	495.458.996	410,2 3.676,0	13.722.231.453	33 %
1922.	553.055.299	567,9 4.069,0	15.162.053.232	34 %

(1) Traites or. — (2) Bons du trésor or. (Les deux en milliers de lei).

Nous ne possédons les chiffres séparés pour les traites or et les bons du Trésor or que depuis 1921 ; mais ces chiffres sont suffisants pour nous montrer clairement la valeur de la couverture de notre billet. La règle du tiers n'a pas été formellement enfreinte, mais la qualité de la couverture métallique a été changée. Tenant compte de la proportion importante dans laquelle les bons du Trésor sont entrés dans la composition de la couverture de notre monnaie, on peut dire que la garantie commerciale du billet de la Banque Nationale a été remplacée par le crédit de notre Etat, changement qui n'a pas été étranger à la baisse de notre change.

D. — *Les prévisions.*

On sait que la valeur de la monnaie étrangère dépend de ce que l'on attend de la dernière unité monétaire possédée. Cette proposition montre toute l'importance qu'on doit attribuer aux croyances des individus touchant le devenir des facteurs déterminants du change, c'est-à-dire la spéculation.

Les premières années après la guerre, tout le monde croyait que la baisse de notre change n'était qu'un phénomène passager et que, tôt ou tard, le leu commencerait à monter. Tout le monde jouait à la hausse du leu, ce qui a eu pour effet d'amortir la baisse de notre change. Dans cette espérance, les commerçants importateurs ne se couvrirent pas contre la baisse du leu, ce qui leur causa d'appréciables pertes.

Au milieu de 1921, l'illusion de la hausse du leu s'étant évanouie, tous les spéculateurs changèrent de position, ce qui précipita la chute de notre change. Nous rappelons le décret promulgué par le gouvernement en novembre 1921 qui bloqua les dépôts étrangers en lei, enrayant ainsi, au moins en partie, la spéculation.

§ 2. — CONSÉQUENCES DE L'INFLATION ET DE LA CRISE
DU CHANGE.

Nous connaissons, pour l'avoir montré, le mécanisme par lequel l'inflation, c'est-à-dire la création artificielle des moyens de paiements, agit sur le change : création artificielle des moyens de paiement, — augmentation du

revenu nominal national, — hausse des prix, — baisse du change.

Nous voudrions donner un aperçu des manifestations que ces divers phénomènes, causés par l'inflation, produisirent en Roumanie pendant la période considérée.

L'augmentation du revenu national a eu pour effet de donner l'impression d'un bien-être accru et a incité à la dépense. Un des premiers effets de ce bien-être apparurent a été cet excès d'importation surtout d'objets de luxe.

Un autre effet de ce bien-être a été la spéculation à la Bourse et l'éclosion de toutes sortes d'entreprises qui ont dû disparaître ensuite à cause de leur caractère artificiel. Mais en regard de ces manifestations malades, on peut noter le bon côté de ce bien-être : la création de quelques banques solides et surtout l'augmentation de capital des banques existantes, donnant ainsi à notre finance la possibilité de faire face aux nouveaux besoins de notre économie nationale (1).

(1) Pour montrer l'engouement du public pour les souscriptions à la création de nouvelles entreprises, ou à leur augmentation de capital, conséquence de l'abondance de numéraire, causée par l'inflation, il suffit de citer le cas de la Banque Viti-cole.

Cette Banque fut créée en 1919, avec un capital de 30 millions de lei, dont la première émission s'élevait à 15 millions de lei. De ces 15 millions de lei, la moitié fut couverte par un consortium de banquiers et de capitalistes, le reste étant offert à la souscription publique, c'est-à-dire 15.000 actions à 500 lei chacune.

Pour ces 15.000 actions, ont été souscrites par 7.908 personnes, 244.741 actions, représentant 122.370.500 lei, c'est-à-dire seize fois plus qu'on n'en a demandé. (V. Slavescu : La grande finance roumaine en temps de guerre, Bucarest, Cartea Romaneasca, 1920, pages 23-24.)

Les chiffres suivants nous indiquent l'importance des souscriptions lors de la création des entreprises et de leur augmentation de capital (1).

Pour l'année 1918 :	Capitaux
Banques.	320.386.276
Sociétés industrielles.	609.013.411
— commerciales.	41.087.802
— d'assurances.	15.000.000
— immobilières.	14.500.000
Entreprises diverses.	1.471.000
	1.001.558.484
Pour l'année 1919 :	Capitaux
Banques.	795.121.785
Sociétés industrielles.	912.163.411
Entreprises diverses.	173.230.813
	1.880.515.999
Pour l'année 1920 :	Capitaux
Banques.	1.442.948.285
Sociétés industrielles.	3.154.083.411
Entreprises diverses.	352.222.953
	4.949.254.649

Il faut tenir compte de la dépréciation subie par notre monnaie pour se faire une idée exacte de ce que représentent ces augmentations.

(1) Rapport du Conseil Général de la Banque Nationale à l'Assemblée générale annuelle de 1921.

Au mois de mai 1920, on entendit parler pour la première fois de la crise de numéraire. Le taux d'intérêt monta brusquement et, à la Bourse, se produisit une baisse rapide qui jeta la consternation parmi les spéculateurs.

L'inflation résultant de l'unification monétaire enraya cette crise. Une nouvelle crise de numéraire eut lieu en 1921, à la fin de l'année, quand la forte dépréciation du leu entraîna un resserrement des affaires. L'année 1922 ne fit qu'accentuer cette crise de numéraire qui dure encore aujourd'hui.

Cette crise s'explique par le fait que la Roumanie, pays ayant des richesses naturelles, n'a jamais eu un capital mobilier suffisant pour les exploiter. On sait qu'avant la guerre nos récoltes étaient financées par Berlin.

Cette insuffisance de notre capital mobilier s'est encore accrue par la destruction d'une partie de ce capital, par l'inflation, car celle-ci a réduit l'avoir des particuliers « du montant de tous les biens et services que l'Etat, par le papier-monnaie, a détournés à son profit » (1).

Ajoutons à cela l'immobilisation d'une importante partie du disponible, pour nous rendre compte que la proportion entre les richesses naturelles et le capital mobilier, destiné à leur mise en valeur, est devenue plus défavorable au processus de la production.

L'insuffisance de numéraire a été accentuée par les

(1) Charles Rist : La déflation en pratique, II^e éd. Paris, Giard, 1927, page 56.

retraits de dépôts étrangers qui se sont élevés à un milliard environ pendant l'année 1922.

En dehors de la destruction du capital mobilier, l'inflation a provoqué des injustices et des déplacements de fortune, en créant la catégorie sociale des nouveaux riches.

Tous les créiteurs et tous les détenteurs de monnaie voyaient leur avoir se réduire dans la mesure de la dépréciation monétaire. Les débiteurs étaient ceux qui étaient favorisés, ainsi que tout acheteur à crédit car, aux termes du paiement, ils donnaient une valeur moindre que celle due. En effet, s'ils donnaient le nombre convenu d'unités monétaires, la valeur de ces unités s'était dépréciée entre le moment de l'emprunt ou de la vente à crédit et celui de l'échéance.

Tout le monde était incité à la dépense, car toute unité dépensée aujourd'hui, apportait une jouissance plus grande que si cette unité monétaire avait été dépensée plus tard, le pouvoir d'achat de la monnaie diminuant entre temps. On a dit non sans raison que l'inflation tue l'épargne.

Tous les rentiers et tous ceux qui vivaient de revenus fixes, en argent, se sont trouvés dans la misère, leurs revenus diminuant proportionnellement à l'inflation.

Une des principales conséquences de l'inflation fut la hausse des prix. Nous ne possédons un index des prix qu'à partir de 1922. Il nous est par conséquent impossible de suivre, avant cette année, le mouvement des prix en rapport avec le change.

Pour l'année 1922, le ministère de l'industrie publie pour les prix de détail l'index suivant :

	Index des prix	Index du change (1)
Janvier.	1.622	2.539
Février.	1.022	2.506
Mars.	1.622	2.608
Avril.	1.656	2.644
Mai.	1.631	2.718
Juin.	1.604	2.923
Juillet.	1.633	3.217
Août.	1.605	2.990
Septembre.	1.685	3.014
Octobre.	1.757	3.112
Novembre.	1.916	3.112
Décembre.	2.017	3.217

On voit que les prix suivent la dépréciation de notre monnaie, mais ils la suivent de loin comme il résulte de la comparaison que nous avons faite entre l'index des prix et celui du change.

Ayant en vue la différence entre ces index, le gouvernement et la Banque Nationale ont soutenu que la baisse du cours du leu était injustifiée.

Mais si on se rappelle tout le régime d'entraves à l'import et à l'export, ainsi que les taxes d'exportation et toutes les mesures ayant pour but de comprimer les

(1) Georges Caranfil : Etude, statistiques sur la valeur du leu, pendant les années 1916-1925. Bucarest, Cultura Nationala 1925. Graphique n° 1.

prix, comme la loi du maximum, la loi régissant les contrats de location, on trouve cette différence bien explicable.

Ce sont surtout les taxes d'export sur les céréales qui ont contribué à causer cette compression des prix. Les céréales, le blé et le maïs entrent pour une grande part dans le coût de la vie. S'ils sont bon marché, la main-d'œuvre sera également bon marché. Par conséquent, le coût de production en général est à un niveau plus bas. Or, les taxes d'export, assez élevées, avaient pour effet de maintenir les prix des céréales inférieurs aux prix mondiaux, d'une quantité égale à la taxe d'export.

Ajoutons à cela la loi exceptionnelle régissant les contrats de location des immeubles. Cette loi avait pour but de maintenir le taux de location à un niveau réduit. Comme le loyer entre pour une forte proportion dans le coût de la vie, il fournit encore un argument à ceux qui comme nous, soutiennent que la différence entre le pouvoir d'achat intérieur et le pouvoir d'achat extérieur de notre monnaie était due à toutes ces mesures de compression.

L'inflation, causant la crise du change par la dépréciation de la monnaie, a maintenu un état peu favorable au développement économique et aux transactions commerciales, à cause des fluctuations du change. Personne n'était encouragé à travailler ou à contracter, nul n'étant sûr que son gain ne serait pas détruit par la dépréciation de la monnaie et qu'il ne serait pas obligé de payer une marchandise plus cher qu'il n'était stipulé dans le contrat.

La destruction d'une partie importante de notre capital mobilier avec son corrolaire, la crise de numéraire, la hausse continue des prix, ainsi que les fluctuations de notre change, ont pesé lourdement sur notre vie économique tendant à l'immobiliser, ce qui a entravé le relèvement de notre économie et la réorganisation de la Grande Roumanie, contribuant fortement à déterminer la crise économique qui sévit actuellement dans notre pays.

SECTION III. — PÉRIODE 1923-13 MAI 1925

La caractéristique de cette période au point de vue du change, c'est l'arrêt de la baisse du change. Malgré leur amplitude, les oscillations du change n'ont qu'un caractère saisonnier (1). Il suffit, pour s'en convaincre, de lire les cours du change pour ces années.

COURS DU DOLLAR A BUCAREST

	1923	1924	1925
Janvier.	206,295	201,320	193,159
Février.	216,173	194,230	198,962
Mars.	214,791	191,070	198,192
Avril.	210,750	193,007	221,140
Mai.	200,550	208,780	212,379
Juin.	197,010	232,281	215,480
Juillet.	197,400	234,010	208,512

(1) A. J. Popesco : Les variations saisonnières du leu. Bucarest, Bibliothèque économique, n° 1, 1927.

	1923	1924	1925
Août.	222,143	217,180	195,945
Septembre.	220,098	195,030	205,625
Octobre.	231,458	182,673	208,649
Novembre.	200,963	189,069	216,202
Décembre.	197,171	188,765	216,476

L'amplitude des oscillations est due à trois causes :

1° Le caractère agricole de l'économie roumaine qui fait varier nos exportations selon la saison ;

2° L'absence de crédits à l'étranger, lesquels peuvent équilibrer les déséquilibres successifs et temporaires de la balance des comptes par les entrées et les sorties des capitaux mobiliers. Il est de notoriété publique que, avant la guerre, l'Allemagne finançant nos récoltes par les crédits qu'elle nous consentait, nivelait notre balance des comptes ;

3° Le manque d'une politique de devises de la part de notre Institut d'émission, par laquelle la Banque Nationale aurait pu, en achetant des devises étrangères quand le leu haussait et inversement, réduire les limites entre lesquelles le leu oscillait.

En examinant le tableau ci-dessus, on peut remarquer que les limites entre lesquelles varie notre change se resserrent, ce qui signifie que les spéculateurs et les détenteurs de devises tiennent compte de l'expérience et de la périodicité des cotes minima et maxima au cours de l'année et ne sont plus disposés à transiger à des cours trop élevés.

Après avoir constaté la stabilisation approximative de notre change, nous passerons en revue les différents élé-

ments déterminant le cours du change, pour nous rendre compte de la façon dont ils ont contribué à cette stabilisation.

Nous pouvons dire dès maintenant qu'à cette stabilisation a contribué surtout la cessation des émissions de monnaie pour les besoins de l'Etat.

§ 1. — LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU CHANGE.

A. — *La balance des comptes.*

La reprise de l'activité productrice et l'amélioration des transports ont contribué à rétablir l'équilibre entre nos exportations et nos importations.

Le commerce extérieur est excédentaire pour les années 1923 et 1924 et il est légèrement déficitaire en 1925, à cause de la mauvaise récolte de cette année.

EN MILLIERS DE LEI

	Importation	Exportation	Soldes
1923.....	19.516.026	24.594.129	+ 5.079.103
1924.....	26.264.582	28.361.044	+ 2.096.462
1925.....	29.912.645	29.126.824	— 785.821

Pour la balance des comptes, nous possédons les chiffres publiés par le Bulletin d'Information et de Documentation de l'Office des Etudes Economiques auprès de la Banque Nationale (1), d'après l'étude de M. Lotru.

(1) N° 1, 1929.

EN MILLIONS DE LEI

	Passif	Actif	Solde
1923.....	26.646	29.694	+ 3.048
1924.....	35.065	36.711	+ 1.646
1925.....	41.623	36.027	— 5.596

Il résulte de ce tableau que, pour la période entière, la balance se solde par un déficit d'un milliard.

Mais si on examine en détail les chiffres contenus dans la publication que nous venons de citer, on constate que le poste « retrait des capitaux » est vide pour ces trois années. Or, il est certain que, pendant cette période, depuis le mois de février 1923 jusqu'au mois de mars 1924, les dépôts étrangers en lei, bloqués en novembre 1921, ont été entièrement retirés.

Or, en février 1923, ces dépôts représentaient une somme de 4.028 millions de lei (1). Il s'ensuit qu'au déficit d'un milliard, il faudrait ajouter les 4.028 millions de lei représentant le montant des dépôts étrangers en lei, ce qui nous donne pour ces trois années un déficit de 5 milliards environ.

Il est probable, vu la tenue de notre change, que le déficit n'a pas été aussi important. Tout ce qu'on peut affirmer avec certitude, c'est que la balance des comptes a été déficitaire, ce qui, dans une certaine mesure, justifie le manque d'une politique de devises de la part de notre Institut d'émission.

(1) Exposé des motifs aux Conventions du 19 mai 1925, page 40.

B. — *La circulation.*

La circulation augmente lentement pendant cette période, mais ce qui caractérise et différencie cette augmentation de la circulation de celle qui a eu lieu dans la période antérieurement étudiée, c'est que les billets ont été émis exclusivement pour les besoins de la vie économique.

On n'a qu'à regarder les chiffres comparés de la circulation, de la dette de l'Etat et du portefeuille commercial pour que ce caractère soit mis en évidence :

	Circulation	Dette de l'Etat	Portefeuille
1923	17.916.829.449	11.107.036.795	5.864.110.365
1924	19.356.437.908	10.795.398.425	7.572.969.926
1925	20.126.370.006	10.787.355.869	8.425.395.204

Il ressort clairement de la comparaison que nous venons de faire que les émissions de la Banque Nationale ont été faites exclusivement pour les besoins de l'économie nationale.

Ces émissions ne constituent pas d'inflation, car elles représentent des richesses futures en cours de création, l'argent emprunté par la Banque Nationale ne faisait que permettre aux producteurs d'attendre le résultat de la production.

Si, au moment de l'émission, il se produit un déséquilibre entre les deux facteurs de la relation $R=PQ$ (voir page 31) par la hausse de R , conséquence de l'émission, l'équilibre est bientôt rétabli par la hausse de Q ,

car, par hypothèse, ces émissions ne sont faites que sur la base des richesses futures.

Par conséquent, ces émissions ne dépréciant pas la valeur de la monnaie, ne pouvaient avoir sur le change d'autre effet que de le stabiliser.

C. — *La politique de l'Etat.*

La réforme des contributions directes et l'effort fiscal qu'elle a demandé ont donné des résultats : les budgets sont enfin équilibrés, les statistiques accusent même des excédents.

EN MILLIONS DE LEI

	Recettes	Dépenses	Soldes
1923 (1)	18.792	15.406	+ 3.386
1924	27.744	24.000	+ 3.744
1925	34.038	31.750	+ 2.288

(1) Cette année financière comprend seulement neuf mois.

L'équilibre des finances a pour premier effet de faire cesser les emprunts à la Banque Nationale et, avec eux, l'inflation. Les excédents sont employés surtout à combler les besoins qu'on a cherché à comprimer et à relever les traitements des fonctionnaires.

L'imposition des contribuables devient plus juste, par un meilleur aménagement des impôts et par un changement de la proportion entre les impôts directs et indirects en faveur de ces derniers, c'est-à-dire que ceux-ci furent diminués tandis que les impôts directs subirent une augmentation.

Une question importante et qui a suscité beaucoup de discussions est la politique de l'Etat envers les capitaux étrangers.

L'attitude de l'Etat envers les capitaux étrangers se reflète dans la loi sur la commercialisation des entreprises économiques de l'Etat, promulguée le 7 juillet 1924. Nous donnerons des explications plus étendues en ce qui concerne le traitement des capitaux étrangers, vu l'importance de la question. Pour être clair, force nous est d'étudier quelques dispositions de la loi.

Il faut savoir que, d'après ladite loi, sans tenir compte du rapport entre le capital apporté par l'Etat et le capital apporté par les particuliers, l'Etat ne peut nommer dans le Conseil d'administration qu'un tiers des membres qui le composent.

Sans égard au rapport entre le capital apporté par l'Etat dans l'entreprise et celui apporté par les particuliers, l'Etat ne peut posséder que le tiers au plus des voix dans les assemblées générales. De même le directeur et les deux administrateurs délégués, formant le Conseil de direction, seront élus par le Conseil d'administration, à la condition que l'un des deux administrateurs délégués soit choisi parmi les membres du Conseil nommés par l'Etat.

A la lumière de ces explications, on peut se rendre compte de la portée des articles 18 et 11 de cette loi.

L'article 11 de la loi dit : « Quand le Conseil d'administration trouvera nécessaire une augmentation du capital, et par suite une participation du capital étranger, le ministre duquel dépend l'entreprise, avec l'avis du Con-

seil supérieur de contrôle, fera au Conseil des ministres, la proposition nécessaire. Celui-ci décidera par journal de la participation du capital étranger jusqu'au maximum fixé à 40 p. 100 du capital total de l'entreprise ; ainsi le capital national de l'Etat et le capital privé, dans des cas semblables, seront 60 p. 100 du capital social. »

Jusqu'ici rien qui puisse mécontenter le capital étranger car, d'après les règles généralement établies, on participe à la direction de l'entreprise en proportion du capital souscrit. Mais ici intervient l'article 11, alinéa c, qui dit que deux tiers des membres du Conseil d'administration et du Comité de direction seront Roumains, ainsi que le président et le directeur général.

Pour illustrer la situation faite aux capitaux étrangers par ces dispositions, prenons un exemple concret.

Supposons une entreprise dans laquelle la part du capital de l'Etat est de 50 millions et celle des particuliers de 10 millions, le capital étranger étant de 40 millions. Eh bien, qui dirigera cette entreprise ? Ce n'est ni l'Etat, qui possède la majeure partie du capital social, ni les souscripteurs étrangers qui possèdent presque autant que l'Etat, mais les souscripteurs roumains, quoique leur part dans le capital social soit seulement de 10 p. 100.

On comprend bien que ces conditions n'étaient pas favorables du tout à l'investissement, cependant si nécessaire, des capitaux étrangers dans nos entreprises, les conditions de cet investissement étant tout à fait désavantageuses.

Cette loi a été inspirée par l'idée de la nationalisation de notre industrie, idée si chère au parti libéral alors

au pouvoir. Cette politique a valu à ce parti des critiques véhémentes.

La question n'est pas si simple et l'on ne peut pas faire grief à ce parti d'avoir eu ce programme. La question de l'indépendance économique, indépendance dont le besoin s'est si bien fait sentir pendant la guerre et qu'on ne peut guère négliger, est étroitement liée à la possession d'une forte industrie nationale.

La conception en elle-même se justifie entièrement. Mais nous pensons qu'il fallait aussi tenir compte des grands besoins de capitaux que notre économie nationale accusait, par la crise de numéraire qui sévissait avec une intensité inouïe.

Nous sommes de ceux qui pensent qu'une égalité de traitement entre les capitaux étrangers et les capitaux nationaux était nécessaire. Cette égalité ne pouvant en rien porter préjudice à notre indépendance économique, le capital national pouvant d'ailleurs se substituer au capital étranger au fur et à mesure de sa formation.

Si la politique de nationalisation de notre industrie n'a pas empêché l'importation chez nous de capitaux étrangers, du moins elle l'a certainement influencée dans une mesure qu'il est difficile de préciser.

En ce qui concerne la dette publique, l'Etat a fait honneur à sa signature. « Le budget de 1924 constitue un premier pas en avant en ce qui concerne la sincérité budgétaire. Dans ce budget sont inscrites les annuités pour les emprunts extérieurs et intérieurs. Tous les postes n'ont pas été inscrits, mais au moins les annuités

sont inscrites. Celles-ci s'élevaient à 3.340 millions de lei, qui, en grande partie, ont été réservés au paiement des coupons extérieurs de la dette consolidée et pour la dette flottante qui venait d'être consolidée » (1).

(1) J. Raducanu : Le budget et la value. Bulletin de l'Institut économique roumain, IV^e année, n^o 11, page 720.

APPENDICE

Politique de la Banque Nationale

La Banque Nationale suit toujours sa politique de renforcement de la couverture métallique. En examinant le poste or de son bilan, on constate qu'il est en hausse continue.

1922.....	533.055.299
1923.....	555.407.792
1924.....	562.259.364
1925.....	566.664.612

La Banque, dans la mesure de ses possibilités, achète aussi des devises-or, afin de renforcer la couverture métallique. Ainsi, le poste des traites et disponible-or accuse une hausse continue :

EN MILLIONS DE LEI

1922.....	567,9
1923.....	776,4
1924.....	829,1

Elle tient toujours à respecter la règle du tiers. Quand, au mois de novembre 1924, la crise de numéraire devint si aigüe, la Banque, ne pouvant plus émettre de billets

sans dépasser la limite imposée par la règle du tiers, réduisit à un certain nombre de présentateurs à l'escompte 10 % de leurs engagements : « elle justifia cette rationalisation des crédits, arguant que dans un pays à monnaie inconvertible où il existe une telle différence entre le taux de l'escompte officiel et celui du marché libre, les emprunts à l'Institut d'émission constituent un privilège qui doit être réparti à tous dans une juste proportion (1). »

Nous avons montré que la règle du tiers ne peut influencer d'aucune façon la valeur d'une monnaie convertible. Il suffit d'ajouter à cela son manque d'élasticité, pour voir que la Banque Nationale a fait fausse route en s'attachant à la respecter à tout prix.

Nous avons vu que le change était stabilisé, en ce sens que la baisse du leu avait cessé. On a accusé alors la Banque Nationale de ne pas faire une politique de devises pour rétrécir les limites de variation de notre change, l'Institut d'émission ne se rendant pas compte de la périodicité des oscillations de notre change. On a poussé si loin cette critique qu'on avait même affirmé que la Banque pratiquait une malencontreuse politique de devises et achetait des devises quand le leu était en baisse.

Ces accusations étaient sans fondement. D'abord, la

(1) Déclaration de M. M. Oromulu, gouverneur de la Banque Nationale à la presse, dans N. C. Agelesco. Le problème monétaire roumain, Thèse, Paris, 1927, page 160.

Banque Nationale s'était rendu compte de la quasi-stabilisation de notre monnaie et avait cherché à la favoriser.

Voici ce que dit le rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale annuelle des actionnaires de 1923 : « Nous sommes aussi venus en aide à cette tentative de stabilisation en mettant des devises à la disposition des Banquiers et du commerce. Cette intervention n'a malheureusement pu se produire que dans une mesure réduite, parce que la dette de l'Etat nous a empêchés d'avoir la liberté d'influencer le cours en temps de hausse, ainsi qu'il était de tradition dans notre maison. »

C'est toujours les besoins de l'Etat pour payer les coupons de la dette extérieure (des sommes importantes de devises étaient nécessaires pour ces paiements) qu'explique le fait que notre Institut d'émission apparaissait comme acheteur des devises étrangères pendant les périodes de baisse de notre change, les achats antérieurs de la Banque Nationale ne suffisant pas aux besoins du service des intérêts de la dette publique extérieure.

La Banque Nationale, soucieuse de régulariser notre vie économique et craignant une trop forte immobilisation de son portefeuille, si elle devait faire face à toutes les demandes de crédit de notre industrie, créa en 1923 la Société nationale de crédit industriel qui devait fournir les crédits nécessaires au fonctionnement de notre industrie.

Cette institution n'a pas été créée seulement pour parer aux difficultés du moment, mais aussi pour exercer un contrôle effectif sur toute l'activité industrielle du pays.

§ 2. — SITUATION ÉCONOMIQUE.

Après avoir examiné les différents facteurs influant sur le change, il faut jeter un coup d'œil sur la situation économique pour voir qu'elle a été l'influence de la stabilisation de notre change.

On sait que c'est surtout par les prix que se manifeste la situation du change.

Etant donné que le change, malgré ses oscillations assez fortes, est stabilisé, on pourrait croire que la hausse des prix a cessé. Or, c'est le contraire qui apparaît si l'on consulte l'index (1) ci-dessous :

	1923	1924	1925
Janvier.	2.072	2.680	3.115
Février.	2.173	2.740	3.128
Mars.	2.347	2.700	3.205
Avril.	2.400	2.630	3.370
Mai.	2.470	2.650	3.280
Juin.	2.420	2.460	3.320
Juillet.	2.400	2.660	
Août.	2.340	2.840	
Septembre.	2.421	2.900	
Octobre.	2.540	2.965	
Novembre.	2.570	3.000	
Décembre.	2.786	3.080	

La hausse continuelle des prix s'explique par le rétablissement de l'équilibre entre la baisse du change et le

(1) Index number des prix de détails, publié par le Ministère de l'industrie et du commerce.

pouvoir d'achat de notre monnaie, c'est-à-dire, entre sa dépréciation extérieure et sa dépréciation intérieure. A mesure que disparaissaient toutes les entraves à l'export et à l'import, les taxes d'export diminuant, le nivellement de la valeur intérieure et extérieure du leu se produisait.

Cette hausse des prix avait pour cause un phénomène passé : l'inflation et la baisse de notre change.

Cette hausse des prix, non accompagnée d'une augmentation proportionnelle de l'émission, jouait le rôle d'une déflation, car en réduisant le pouvoir d'achat de chaque unité monétaire, elle réduisait le revenu national réel au fur et à mesure de la hausse des prix. Cette déflation produisant un déséquilibre entre le pouvoir d'achat des individus et la masse des marchandises existante, entraîna la crise de sous-consommation.

C'est toujours à cette déflation qu'on doit imputer la marche ascendante de la crise de numéraire, qui atteignit son paroxysme en 1924, donnant l'impression d'une débâcle imminente.

L'aggravation de la crise de numéraire est due aussi en partie aux retraits de dépôts faits dans les banques par les particuliers dans le dessein de profiter eux-mêmes directement du taux d'intérêt élevé, ainsi que la panique injustifiée causée par le retrait de ces dépôts.

La hausse des prix et l'aggravation de la crise de numéraire sont les caractéristiques de la période envisagée.

CHAPITRE III

LA RÉFORME MONÉTAIRE DE 1925

L'actualité et l'acuité des problèmes monétaires avec ses corollaires : oscillation du change, hausse des prix et crise de numéraire avaient mis le problème monétaire à l'ordre du jour. Tout le monde s'intéressait à la question et de nombreux économistes étalaient leurs propositions. Toutes les solutions furent suggérées par eux, mais deux seulement furent approuvées par l'opinion publique : la stabilisation monétaire et la revalorisation, cette dernière étant la doctrine officielle du gouvernement et de la Banque Nationale.

Le budget de l'Etat était équilibré, voire excédentaire à dater de 1923.

L'inflation et la chute du change étaient arrêtées. Les variations du change, quoique d'une forte amplitude, n'étaient que d'un caractère saisonnier, le change étant quasi-stabilisé.

La balance des comptes, sans être favorable, n'était que légèrement déficitaire.

Dans ces conditions, le gouvernement et la Banque Nationale pensèrent que le moment était venu de donner une solution au problème monétaire. Dans ce but, ont été conclues entre la Banque Nationale et l'Etat, les con-

ventions du 19 mai 1925, qui résolvaient le problème monétaire dans le sens de la revalorisation par la déflation.

Avant d'exposer la réforme monétaire de 1925, nous croyons nécessaire de donner un aperçu théorique des différentes solutions possibles.

SECTION I. — LES SOLUTIONS POSSIBLES

Théoriquement, il y a trois solutions possibles : la dévalorisation, la revalorisation, et la stabilisation.

La dévalorisation n'a été soutenue par personne en Roumanie. Nous en dirons quelques mots, parce que, en théorie, elle se présente comme une solution et elle a même été appliquée notamment en Allemagne.

La dévalorisation, signifie l'inflation jusqu'aux dernières limites, jusqu'à ce que la monnaie soit tellement dépréciée que sa valeur soit voisine de zéro. A ce moment, on remplace l'ancienne monnaie par une nouvelle.

Le seul avantage qu'on puisse invoquer en faveur de ce procédé est l'annulation de toutes les dettes intérieures de l'Etat ; mais le procédé est condamnable, car il tient de l'escroquerie.

Un autre avantage, l'incitation à la production, surtout l'incitation à exporter, n'est qu'apparent. En effet, la baisse du change n'est pas suivie immédiatement de la hausse des prix, car il existe toujours entre la valeur intérieure de la monnaie et sa valeur extérieure une différence qui est en faveur de la première.

Les prix intérieurs sont plus bas comparativement aux prix à l'étranger, d'où une prime à l'exportation. La somme que reçoit l'exportateur du fait de la vente de ses marchandises est plus grande que le coût de la production, mais, à cause de la dépréciation continue de la monnaie, cette somme est inférieure à la valeur de remplacement des marchandises exportées. Ce qui signifie que les négociants vendent au-dessous du coût réel de la production, malgré l'illusion de gain que leur donne cette dépréciation continue de la monnaie. Mais il arrive un moment où les fonds de roulement manquent et alors on se rend compte qu'on s'est appauvri. En somme, cette incitation à l'export causée par l'inflation ne fait qu'appauvrir le pays soumis à ce régime, au bénéfice des pays qui importent de chez lui et, par conséquent, le vide de sa substance.

A cet appauvrissement contribue aussi la fuite devant la monnaie. Le public, se rendant compte de la dépréciation de la monnaie, cherche à se débarrasser d'elle, en la convertissant en devises étrangères ou, le plus souvent, en marchandises. Cette consommation forcée ajoute encore à l'appauvrissement causé par l'export. Ces considérations suffisent à montrer que la dévalorisation n'est pas une solution pratique.

Restent les deux autres solutions : le retour au pair et la stabilisation.

Les arguments en faveur de la revalorisation sont d'ordre juridique et moral. Ils consistent à dire que les billets de la Banque d'émission constituent une promesse de payer à vue une somme d'or, égale à la relation

fixée par la loi entre l'unité monétaire et l'or instituant le privilège de l'émission. Par conséquent, manquer à cette promesse équivaut à une faillite.

Les arguments de dignité et de prestige ne font pas défaut non plus. A ces arguments s'en ajoute un fondé sur la justice : l'Etat par l'inflation qu'il a pratiquée a causé beaucoup d'injustices qu'il faut réparer par le retour au pair. Tous ceux qui ont eu des revenus fixes en argent ont vu leurs revenus se réduire à mesure que la monnaie se dépréciait. Ceux qui ont eu confiance en l'Etat et lui ont prêté de l'argent se trouvent maintenant avec des titres de rente qui ont subi une réduction de 97 % de leur valeur initiale. Or, il est juste que ces prêteurs soient dédommagés, et la meilleure façon d'obtenir ce résultat c'est de revaloriser.

Ce dernier argument n'est qu'une illusion quant à sa portée pratique, car beaucoup de détenteurs de ces titres et de toutes créances ont très bien pu les aliéner et ceux qui bénéficieront de la revalorisation ne seront pas les mêmes que ceux qui ont été frustrés par l'inflation, mais les porteurs actuels de ces titres ou créances, qui se trouveront ainsi enrichis sans cause.

Tous les débiteurs seront frustrés par la revalorisation, parce qu'ils payeront à leurs créiteurs une somme plus grande que celle qui leur fut prêtée, la monnaie ayant augmenté de valeur entre le moment du prêt et celui du remboursement. Si les débiteurs qui souffriront de la revalorisation sont les mêmes que ceux qui ont souffert de l'inflation, nous n'aurons rien à dire, car c'est juste,

mais très peu nombreuses sont les créances contractées pour d'aussi longs délais.

Par conséquent, la revalorisation au lieu de réparer les injustices, ne fera qu'en créer d'autres.

Reste le seul argument juridique, lequel, croyons-nous, devra céder le pas devant les considérations économiques.

Les arguments économiques tiennent à deux idées : la crise économique que déclenchera nécessairement la revalorisation et l'impossibilité dans laquelle on se trouve de pratiquer une politique de déflation.

Théoriquement, la question paraît bien simple. L'Etat remboursera sa dette à la banque d'émission et celle-ci détruira ses billets au fur et à mesure des remboursements faits par l'Etat. La réduction de la circulation entraînera une baisse des prix et, par conséquent, la monnaie augmentera de valeur.

Pratiquement les choses sont un peu plus compliquées. Retirer des billets de la circulation n'entraîne pas les effets présumés. « Ceux qui voient dans la déflation un processus symétrique de l'inflation, devant avoir par suite sur le niveau des prix un effet exactement inverse, négligent une circonstance importante révélée par l'expérience, la résistance qu'oppose le niveau des prix à la réduction du pouvoir d'achat du public (1). »

En période d'inflation, les premiers effets de cet état sont la hausse des salaires et des matières premières,

(1) Charles Rist : La déflation pratique, II^e éd. Paris, Giard, 1927, page 144.

objets de première nécessité. Les salaires et les matières premières entrant pour une forte proportion dans le coût de la production feront hausser les prix de toutes les marchandises et c'est pour cela que les prix suivent d'assez près la dépréciation de la monnaie. Or, en période de déflation, les choses se passent tout autrement. La diminution du pouvoir d'achat du public se répercutera d'abord sur les objets de luxe, les premières privations portant sur cette catégorie de marchandises. Quant aux réductions de prix des autres marchandises, on trouve ici d'abord la résistance des ouvriers à la diminution de leurs salaires, et celle des marchands eux-mêmes qui chercheront à vendre leurs produits à l'étranger ou auront recours aux crédits et ne se résigneront pas si vite à la baisse des prix.

Le public, de son côté, résiste aussi, car il ne pourra que difficilement se résigner à payer plus que son revenu diminué le lui permet. Cette résistance aura encore une cause. Le public se rendant compte de la hausse de la valeur de la monnaie, s'abstiendra le plus possible de faire des achats et s'en tiendra aux dépenses absolument indispensables, car avec la même quantité de monnaie, il pourra demain faire des achats plus importants, le pouvoir d'achat de la monnaie ayant augmenté entre temps.

Il s'ensuivra une crise de sous-consommation, qui se répercutera sur les entreprises, forçant à la liquidation les moins solides et jetant sur le pavé des milliers d'ouvriers. La vie économique sera paralysée, le commerce nul, la production stagnera. Personne ne voudra

faire un investissement, car il verra que la valeur de son placement, exprimée en monnaie, diminuera au fur et à mesure de la revalorisation. Tous attendront le terme de cette période pour se procurer une quantité plus grande d'objets utiles avec la même somme d'argent.

Il est classique de citer l'exemple de l'Angleterre, qui a procédé à la revalorisation de sa monnaie pour une raison de haut intérêt, afin de ne pas cesser d'être le pôle monétaire du monde. La dévalorisation de la livre sterling, bien que celle-ci n'ait perdu que 30 p. 100 de sa valeur, a coûté à l'Angleterre le bon état de son industrie et a posé la question du chômage avec une acuité jusqu'alors inconnue.

L'autre argument a trait à l'impossibilité pratique où l'on se trouve de mener une politique de revalorisation. La démonstration est bien simple.

On constate qu'au fur et à mesure de la revàlorisation, les revenus et les dépenses de l'Etat diminuent. Mais si tous les revenus diminuent, plus ou moins proportionnellement à cette revalorisation, il n'arrive pas la même chose avec la dette publique payable en lei. Ce chapitre du budget constitue la part incompressible des dépenses sans égard à la valeur du lei, l'Etat devant toujours la même somme de lei. Par conséquent, la charge de la dette publique restera constante, tandis que les recettes subiront la diminution, conséquence de la revalorisation.

Un exemple pratique nous fera saisir sur le vif ce que nous venons de dire.

Prenons le budget de la Roumanie, en 1930, qui contient presque toutes les dettes arrangées. Dans le budget total, y compris les institutions autonomes (chemins de fer, P. T. T., Caisse des Pensions, etc.), les recettes s'élèvent à 56.780.000.000. Parmi les dépenses contenues dans ce budget, la dette publique figure pour 6.251 millions ; dans cette somme, la partie afférente à la dette publique payable en lei, représente 1.020 millions de lei. Cette partie représente donc la partie incompressible de notre budget. En cas de revalorisation totale, le budget et l'annuité de la dette publique se présenteront ainsi : (1 leu-or ancien = environ 32 lei actuels).

La totalité des recettes s'élèvera à 1.775 millions de lei-or. L'annuité intérieure de la dette publique sera de 1.020 millions de lei, plus 163 millions de lei-or, représentant l'annuité de la dette publique payable en monnaie étrangère. La totalité de l'annuité de la dette publique sera de 1.183 millions de lei-or. Comparée au montant des recettes, cette charge apparaît comme écrasante, si l'on considère la faculté contributive du pays, l'actuel budget étant bien lourd, on peut affirmer qu'on ne pourra pas faire face à cette charge.

Mais est-ce qu'on ne pourrait pas diminuer la dette publique ? Pour cela, il faudrait des excédents budgétaires, qui deviennent très peu probables pendant la période de revalorisation, les recettes diminuant plus que les dépenses, car ici on n'a pas à compter avec la résistance qu'opposeront les fonctionnaires à la réduction de leurs salaires, résistance qu'on sait ne pas être indifférente aux gouvernements démocratiques.

L'état peu prospère de l'économie pendant la période de la revalorisation accélérera la diminution des recettes, ainsi la question des excédents budgétaires ne pourra même pas se poser.

Reste la stabilisation, solution pratique, qu'ont adoptée la plupart des pays dont le change était avarié.

Le seul procédé qu'on a trouvé jusqu'à présent pour maintenir le change stable, c'est la convertibilité de la monnaie-papier en un métal précieux. Par conséquent, la seule solution du problème du change ne peut être que la reprise de cette convertibilité.

Cette reprise de la convertibilité peut être adoptée après avoir déprécié complètement la monnaie comme l'a fait l'Allemagne, ou après avoir revalorisé la monnaie comme l'a fait l'Angleterre, ou en consacrant la situation dans laquelle on se trouve.

La stabilisation n'est que la consécration, la consolidation d'un état de fait. Elle n'a aucun effet quant à la valeur de la monnaie. Elle ne fait que décréter la convertibilité des billets, jusqu'alors inconvertibles.

Par cette convertibilité, on maintient stable la valeur de la monnaie, par conséquent, on maintient également le change stable. La suppression de la convertibilité entraîne des modifications profondes dans le mécanisme du change, car tant que persiste cette convertibilité « l'élément qualitatif principal des estimations individuelles devient le taux même de conversion des monnaies qui a été établi. Ce que chacun attend de la dernière unité de monnaie étrangère qu'il acquiert ou qu'il cède, ne peut s'écarter d'une façon appréciable du cours

fixé. Nul n'appréciera tellement l'unité de monnaie étrangère qu'il accepte de la payer à un prix élevé, ni la dépréciera, tellement qu'il consent à la vendre à un prix plus bas que celui auquel il sait qu'il peut l'échanger en s'adressant à l'organisme officiel qui veille à la stabilité du change (1). »

L'effet de la stabilisation, comme son nom l'indique, c'est la stabilisation de la valeur de la monnaie, au moyen du retour à la convertibilité. C'est la seule solution sage du problème monétaire, car elle se rattache à la fonction de la monnaie.

La monnaie, on le sait, est l'instrument d'échange par excellence, et, en même temps, la mesure de la valeur des utilités. Or, la qualité essentielle de tout instrument de mesure est son immuabilité. Par conséquent, la monnaie, pour répondre à sa fonction d'unité de mesure de la valeur, doit être au plus haut degré fixe, c'est-à-dire avoir une valeur constante.

Parmi tous les objets qui existent, les métaux précieux et spécialement l'or répondent le mieux à la fonction d'unité de mesure des valeurs.

Pour ces raisons, seule peut avoir une valeur stable la monnaie fiduciaire qui se trouve liée par un rapport constant à une quantité déterminée de métal jaune et réalisé par la convertibilité contre de l'or à un taux fixe.

La monnaie n'a pas le rôle de réparer des injustices

(1) Albert Aftalion : *Monnaie, prix et change*. Paris, Sirey, 1927, page 324.

ou de créer des réformes, mais de servir à l'échange et à mesurer la valeur des utilités.

C'est pour ces raisons que la stabilisation a été la solution adoptée presque par l'unanimité des pays, ayant eu leur change avarié, car elle s'imposait par la nature même des choses.

Si la stabilisation n'a pas le pouvoir de nous rendre riches, du jour au lendemain, si elle ne peut pas réparer les dommages causés par l'inflation, elle rendra à l'économie endommagée de nouvelles forces, qui assureront son développement par le maintien de l'équilibre entre les différentes forces productives.

SECTION II. — LES CONVENTIONS DU 19 MAI 1925

La réforme monétaire de 1925 est contenue dans deux conventions conclues entre l'Etat et la Banque Nationale, à la date du 19 mai 1925, l'une relative à la liquidation des émissions faites pour l'Etat et pour le renforcement de la couverture de la circulation fiduciaire, et l'autre, relative à la prorogation du privilège de la Banque Nationale et à la modification de certains articles de sa loi organique.

Nous exposerons succinctement les principes de ces deux conventions.

I. — La convention relative à la liquidation des émissions faites pour l'Etat et pour le renforcement de la couverture métallique s'inspire de quatre idées essentielles :

1° La création d'un fonds de liquidation pour éteindre les émissions faites pour l'Etat ;

2° La nécessité de retirer ces émissions de la circulation ;

3° La limitation définitive de la capacité d'émission de la Banque Nationale, jusqu'au retour à la convertibilité des billets ;

4° Le renforcement de la couverture de la circulation.

Nous allons voir maintenant par quels moyens l'Etat et la Banque Nationale voulaient mettre ces principes en application.

Le fonds de liquidation destiné à éteindre les émissions faites pour l'Etat était alimenté par les ressources prélevées sur les revenus de l'Etat. Ces ressources étaient divisées en trois catégories.

1° Les revenus ordinaires, contenant tous les revenus sur lesquels l'Etat peut compter d'une façon permanente. Dans cette catégorie rentrent :

a) Une allocation budgétaire représentant le tiers du revenu de la taxe de luxe et l'impôt sur le chiffre d'affaires. Au cas où cette dernière source de revenu serait supprimée, il sera affecté au fonds de liquidation un autre revenu grevant également la circulation des biens. En outre, il est prévu que ce revenu ne pourra pas descendre au-dessous de 250 millions.

b) Les sommes provenant de la cession de la redevance sur le pétrole et de la taxe minière perçues en nature et qui échoient à l'Etat, en vertu de la loi des mines. Comme une partie du produit de ces ressources a reçu une autre affectation jusqu'en 1928, jusqu'à cette date, il ne

sera versé, au fonds de liquidation, que la partie non-gagée.

c) La valeur de l'or extrait des mines de l'Etat, ainsi que les revenus or dûs à l'Etat en vertu de la loi des mines.

d) La part due à l'Etat des bénéfices réalisés par la Caisse de dépôts et consignations, la Société nationale de crédit industriel et la Banque Nationale, conformément à la nouvelle convention prorogeant la durée du privilège d'émission.

e) Tous les gains de l'Etat provenant des entreprises auxquelles l'Etat sera associé, en vertu de la loi de commercialisation ou d'autres lois, ainsi que les bénéfices de l'Etat dans la liquidation des biens appartenant aux ressortissants des Etats ex-ennemis.

2° Ressources extraordinaires. Ces ressources comprennent les différentes créances de l'Etat qui seront réalisées prochainement.

a) Les sommes qui écherront à l'Etat à titre de réparations ou restitutions pour les billets étrangers qui circulaient sur le territoire de la Roumanie (roubles, couronnes, billets de la Banque Générale) et ont été échangés contre les billets de la Banque Nationale, à l'occasion de l'unification monétaire.

b) Les sommes disponibles des réparations dues à l'Etat pour les dommages subis par lui par la destruction de l'industrie et installations pétrolières.

c) Les intérêts et bénéfices éventuels réalisés dans l'administration du fonds de liquidation.

d) La valeur des billets non présentés à l'échange et

actuellement en circulation, et au retrait desquels la Banque Nationale devrait procéder jusqu'en 1930.

3° Allocations spéciales. La convention entre en vigueur le 1^{er} janvier 1926 et c'est à partir de cette date que les sommes ci-dessus seront affectées. Mais à la constitution immédiate du fonds de liquidation seront affectées dès maintenant les ressources suivantes :

a) Une allocation budgétaire de 250 millions de lei et l'excédent des recettes qui seront réalisées dans l'exercice budgétaire 1925.

b) Les dividendes et revenus des participations de l'Etat pour 1925, payables en 1926.

c) La part disponible de la redevance du pétrole due à l'Etat pour les années 1924 et 1925, laquelle n'a pas encore été payée.

D'après les calculs du ministre des Finances, le total des revenus, affectés à la constitution du fonds de liquidation, s'élèvera à 700 millions par an. Comme la dette de l'Etat à la Banque Nationale s'élevait à 10.787 millions le 31 décembre 1924, il s'ensuit que la dette de l'Etat sera éteinte au bout de 15 ans, terme prévu pour la liquidation complète de la dette de l'Etat.

Si le 1^{er} janvier 1931, le fonds de liquidation n'a pas atteint la somme correspondant aux prévisions ci-dessus, le terme imposé pour l'extinction de la dette de l'Etat sera porté de 15 à 20 ans.

Le fonds de liquidation servira à éteindre la dette de l'Etat à la Banque Nationale. Au fur et à mesure de l'amortissement de cette dette et, ici nous arrivons au point principal, la Banque d'émission retirera de la cir-

circulation les billets émis pour les besoins de l'Etat. Dans la mesure où la Banque ne procéderait pas à ce retrait (et nous verrons que la Banque a cette possibilité), le fonds de liquidation servira de couverture de la circulation et, à cet effet, sera placé en rentes roumaines.

Le retrait des billets émis par l'Etat est envisagé comme conséquence normale de l'extinction de l'émission faite pour l'Etat. Mais l'auteur de la loi, se rendant compte des perturbations que la déflation pourrait causer dans l'économie nationale, ne lie pas d'une façon rigide la constitution du fonds de liquidation au retrait des billets. Un système plus élastique est envisagé : le retrait des billets n'est pas réglementé dès maintenant, mais laissé à l'appréciation de la Banque Nationale et du ministère des Finances. Seul, le principe de la déflation reste posé.

De la situation de la Banque Nationale au 31 décembre 1924, il résulte que la couverture métallique de la circulation est composée de trois éléments.

- a) Stock or effectif,
- b) Traités rentes or et disponible à l'étranger,
- c) Bons du Trésor or de l'Etat roumain.

Si, pour ne pas dépasser les statuts, on a permis à l'Institut d'émission de compter comme couverture de la circulation les bons du Trésor, il est évident que cette mesure ne peut être considérée que comme un palliatif et qu'on doit, par conséquent, prendre les dispositions nécessaires pour entrer dans le normal.

A cet effet, on ne considérera comme couverture métallique que le stock or effectif, les rentes or et les disponibi-

lités sur l'étranger. La valeur de ces éléments s'élevait, à la date du 31 décembre 1924, à 1.204 millions de lei. Fixant provisoirement à un quart le rapport entre la couverture et la circulation, on déduit que la circulation propre de la Banque Nationale est égale à quatre fois la valeur des éléments constituant une couverture réelle, c'est-à-dire 4.800 millions, le reste de l'émission, jusqu'à 21.171 millions de lei, représente l'émission non couverte.

Se fondant sur la différence de caractère de ces deux émissions, la convention décide que la Banque ne pourra percevoir que les bénéfices résultant de sa propre émission, l'émission couverte.

Les bénéfices, produits par les émissions non couvertes, ne seront pas distribués aux actionnaires. Ils seront affectés à un fonds spécial, nommé fonds pour le renforcement de la couverture, lequel sera affecté exclusivement à ce but. Ce fonds aura, d'ailleurs, d'autres sources d'alimentation prévues par la Convention relative à la prorogation du privilège de la Banque Nationale et à la modification de certains articles de sa loi organique, ainsi que les sommes du fonds de liquidation non retirées de la circulation, conformément aux articles 1 et 5 de ladite convention. (Voir page 98).

Considérant que si la Banque Nationale avait la possibilité de faire de nouvelles émissions on ne pourrait pas augmenter le rapport entre sa couverture et le total de la circulation et, par conséquent, le renforcement de notre monnaie serait retardé, la convention établit que le chiffre atteint par la circulation au 31 décembre 1924,

c'est-à-dire 21.171 millions de lei ne pourra pas être dépassé tant que le rapport entre la couverture et le total de la circulation n'aura pas atteint un tiers.

Dans le même but, l'émission de monnaie divisionnaire en métal ou en papier est limitée à 3 % du total de la circulation fiduciaire.

II. — La Convention relative à la prorogation du privilège de la Banque Nationale et à la modification de certains articles de sa loi organique.

Nous n'entrerons pas dans tous les détails de cette convention, mais nous nous limiterons aux dispositions ayant trait à la réforme monétaire, les seules qui nous intéressent.

D'abord la convention prévoit la prorogation du privilège de la Banque d'émission pour une nouvelle période de trente ans, à partir de 1930, date à laquelle expire l'actuel privilège. La prorogation du privilège, ainsi que le terme de 30 ans adopté, ont été justifiés par les nécessités de la réforme monétaire qu'on venait d'entreprendre.

Cette prorogation du privilège avait pour but d'assurer l'application de la réforme monétaire et comme cette réforme devait être réalisée pendant 15 à 20 ans auxquels on doit encore ajouter environ 10 années de fonction normale de la Banque Nationale, on trouve le délai adopté complètement justifié.

La convention prévoit l'augmentation du capital social de la Banque Nationale, afin de donner à notre Institut d'émission la puissance nécessaire à son rôle et pour

pouvoir faire face aux besoins accrus de notre économie nationale.

En 1880, quand la Banque Nationale de Roumanie fut fondée, il était prévu que son capital serait de 30 millions de lei, dont 12 millions seulement ont été versés. Si, au commencement de l'activité de la Banque Nationale, ce capital a été jugé suffisant, au fur et à mesure du développement économique de notre pays, le besoin d'une augmentation du capital de notre institut d'émission se fit plus fortement sentir. A plus forte raison, dans la Grande Roumanie, le besoin d'une augmentation des moyens d'action de la Banque Nationale s'imposait, surtout si on tient compte de ce que, par la dépréciation de la valeur de notre monnaie, le capital de notre institut d'émission se trouvait réduit à 97 %.

Le capital de la Banque Nationale fut fixé à 100 millions de lei. D'après l'exposé des motifs, les modalités de la souscription de ce capital furent justifiées par trois raisons :

a) Par le respect des droits des anciens actionnaires à la souscription du capital, jusqu'à concurrence de 30 millions fixés par la loi créatrice de la Banque Nationale ;

b) Par le principe de participation de l'Etat au tiers du capital ;

c) Par le principe d'accorder aux citoyens de la Grande Roumanie la possibilité de participer à la souscription, dans la même mesure que les anciens actionnaires de la Petite Roumanie.

Nous insisterons davantage sur les modalités de la souscription au capital parce que ces modalités déter-

minent une des ressources alimentant le fonds pour le renforcement de la couverture métallique et parce qu'elles consacrent le principe de la participation de l'Etat à la Banque comme actionnaire.

Le nombre des actions représentant le capital de 100 millions de lei sera de 200.000 à raison de 500 lei par action.

Sur ces 200.000 actions, on attribuera gratuitement à l'Etat la valeur de 67.000 actions, représentant un peu plus du tiers du capital, c'est-à-dire 33.500.000 lei, cette somme étant couverte par un prélèvement égal sur le fonds de réserve au bénéfice de l'Etat. Le restant des actions serait attribué comme suit : la souscription de la différence entre les 12 millions représentant l'ancien capital de la Banque Nationale et les 30 millions, somme que, selon les prévisions, devait atteindre le capital, est considérée comme un droit acquis aux anciens actionnaires. Par conséquent, les actions représentant les 18 millions sont exclusivement réservées à la souscription des anciens actionnaires à raison de trois actions nouvelles pour deux anciennes. Le reste de 36.500.000 sera offert à la souscription publique.

Pour que le prix d'une action nouvelle soit égal à la valeur en Bourse des anciennes actions, on a pris comme base le cours moyen de ces actions pendant l'année 1924, moyenne qui a été de 13.000 lei. Pour 2 actions anciennes, on en donnait 3 nouvelles, c'est-à-dire 5 actions valaient 27.500 lei par action. Ce cours fut adopté comme cours d'émission pour les nouvelles actions offertes à la souscription publique, c'est-à-dire, les nouveaux actionnaires

payaient, outre le prix de 500 lei, valeur nominale de l'action acquise, une prime de 5.000 lei.

De cette prime de 5.000 lei des nouvelles actions, une partie proportionnelle à ce qui restait aux anciens actionnaires du fonds de réserve, après le prélèvement de la somme de 36.500.000 lei en faveur de l'Etat, sera affectée au fonds de réserve statutaire, pour égaliser les conditions de participation à ce fonds des nouveaux et des anciens actionnaires, l'autre partie, et ceci nous intéresse surtout, sera versée au fonds pour le renforcement de la couverture de l'émission.

L'ancien fonds de réserve statutaire, diminué de la part cédée à l'Etat pour la souscription au tiers du capital de la Banque Nationale et augmenté des primes versées par les nouveaux actionnaires, est la propriété commune de tous les actionnaires. Les autres réserves existantes, en dehors de celles proprement statutaires, seront employées pour le but en vue duquel elles ont été créées. Mais dans le cas où elles deviendront libres, elles seront affectées à l'augmentation du fonds prévu pour le renforcement de la couverture de l'émission.

Il est prévu que le fonds de réserve statutaire est constitué par une retenue de 20 % sur les bénéfices nets, prélevée avant toute distribution aux actionnaires. Quand ce fond sera égal au capital versé, la rétention pourra être réduite à 10 % ; quand le fonds de réserve atteindra le double du capital, la retenue sera réduite à 5 %. A ce moment, de toute somme versée au fonds de réserve, la moitié sera attribuée à l'Etat.

Jusqu'au retour à la convertibilité du billet, la somme

affectée au fonds de réserve ne pourra pas être réduite au-dessous de 20 % des bénéfices nets et sera entièrement versée aux fonds d'achats de l'or.

Jusqu'au retrait complet de l'émission faite pour l'Etat, conformément aux conditions et termes prévus par La convention relative à la liquidation des émissions faites pour l'Etat et jusqu'au retour à la convertibilité du billet, la Banque Nationale pourra, d'après les normes qu'on établira avec l'approbation du ministre des Finances, augmenter, jusqu'à 50 % de la totalité de la couverture du billet, la proportion des traites sur l'étranger.

Dans ces 50 %, on peut compter, au cours du jour, les rentes roumaines payables en monnaie étrangère. Après ce terme, le conseil des ministres prendra une décision relative à la proportion des traites ou effets sur l'étranger, pouvant entrer dans la constitution de la couverture de la circulation. De toutes façons, cette proportion devra être fixée au-dessus de celle imposée pour la première période.

Ce sont les propositions qu'on vient d'exposer qui ont trait à la réforme monétaire. On peut constater qu'elles se réfèrent entièrement à la couverture de l'émission et notamment à la constitution du fonds pour le renforcement de la couverture métallique.

En résumant les dispositions relatives à la constitution du fonds destiné au renforcement de la couverture, on voit que ce fonds est alimenté par les bénéfices de l'émission non couverte (cf. à l'art. 7 de la convention relative à la liquidation des émissions faites pour l'Etat, voir p. 99) et, en outre, par les ressources suivantes :

a) Le restant des primes versées par les nouveaux actionnaires, après prélèvement des sommes prévues pour le fonds de réserve ;

b) Les réserves spéciales restées sans affectation ;

c) Et les sommes affectés au fonds de réserve.

Les autres dispositions de la convention relatives à la prorogation du privilège d'émission de la Banque Nationale ne se réfèrent pas au problème qui nous intéresse. Elles ont trait surtout à des questions d'administration et d'organisation que nous passerons sous silence.

SECTION III. — CONSIDÉRATIONS CRITIQUES

Le but de ces conventions a certainement été la revalorisation, totale ou partielle, au moyen de la déflation. En exposant les solutions possibles, nous avons montré l'impossibilité d'une revalorisation, aussi tenons-nous pour inutile d'y revenir.

En dehors des considérations générales s'opposant à la revalorisation, la Roumanie avait une raison spéciale d'exclure toute tentative de retour au pair : c'était l'insuffisance de la masse de monnaie en circulation, comparative aux besoins des échanges, insuffisance qui se manifestait d'une façon certaine par la crise de numéraire.

Quelques dates sont nécessaires : la circulation de la Roumanie en 1925 s'élevait à 636 millions de lei or pour une population de 16 millions d'habitants, tandis qu'avant 1914, elle était de 500 millions de lei pour une

population de 7 millions d'habitants (1). L'insuffisance de la circulation monétaire ressort suffisamment de l'examen de ces chiffres.

Le Gouvernement et la Banque Nationale s'étaient d'ailleurs rendu compte de cette situation et ont cherché à parer à cet inconvénient, que la déflation n'aurait fait qu'aggraver, en donnant à la Banque d'émission la possibilité de remettre en circulation les billets que l'Etat lui remettrait au compte du fonds de liquidation. Le possible était fait pour que la revalorisation ait le moins d'effets fâcheux.

La disposition par laquelle il est prévu que les sommes du fonds de liquidation, non retirées de la circulation, ainsi que les sommes versées au fonds de renforcement de la couverture métallique peuvent être placées en devises ou rentes d'Etat ne nous paraît pas recommandable. Le crédit d'une banque d'émission ne doit pas être confondu avec le crédit de l'Etat et c'est à ce résultat qu'on arrive quand la garantie d'une monnaie repose sur des titres d'Etat. Nous pensons qu'on aurait dû au moins indiquer la limite dans laquelle les titres de l'Etat peuvent entrer dans la composition de la couverture métallique.

Le souci constant qu'a eu notre Institut d'émission de la couverture métallique, apparaît ici dans les dispositions relatives au fonds pour le renforcement de la couverture métallique. Si la couverture métallique n'a

(1) Edgar Allix : La stabilisation roumaine, *Annales de Banques*, n° 10, 1928, page 418, d'après *Le Sans-Fil*.

pas d'influence sur la tenue du change d'une monnaie non convertible, on n'a pas le droit de la négliger, car elle sera toujours indispensable pour pouvoir donner au problème monétaire la solution nécessaire de toute crise monétaire : le retour à la convertibilité.

A ce point de vue, les mesures ci-dessus prouvent la prévoyance et le soin avec lesquels notre Institut d'émission a été dirigé.

La règle du tiers apparaît ici de nouveau de façon fâcheuse. Elle se présente sous la forme du plafond mis à l'émission. L'interdiction de toute émission est prévue pour toute la période pendant laquelle la couverture métallique n'aura pas atteint le tiers du total de la circulation fiduciaire.

Toute circulation doit présenter le maximum d'élasticité et tous les systèmes d'émission se sont ingéniés à donner cette élasticité à la circulation monétaire. Celle-ci doit suivre de près le développement de l'économie nationale et faire face à ses besoins en toute circonstance.

Si la Banque avait continué à faire des émissions pour les besoins de l'escompte, c'est-à-dire pour des richesses futures, ces émissions n'auraient pas constitué une inflation, car, comme nous l'avons souvent répété, ces émissions n'augmentant pas le revenu national, ne peuvent pas entraîner une dépréciation de la monnaie nationale. Nous avons fait cette remarque, car il paraît que la crainte d'une nouvelle inflation avait imposé au gouvernement et à la Banque Nationale la mesure du plafond.

En pratique, il faut le reconnaître, la mesure du

plafond n'a pas été trop gênante ; la crise économique qui affecte notre économie nationale empêchant le développement des affaires.

La revalorisation par la déflation, annoncée par les conventions étudiées, n'a pas été réalisée en pratique, le gouvernement étant, dès l'automne 1925, gagné à la cause de la stabilisation (1).

(1) V. Bratiano. Sur la stabilisation monétaire roumaine. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, 7^e année, n^{os} 9-10, page 448.

CHAPITRE IV

LA SITUATION MONÉTAIRE APRÈS LA RÉFORME DE 1925

En examinant les bilans de la Banque Nationale, on constate que le fonds de liquidation progresse selon les prévisions de la loi.

1926.	797.143.579
1927.	2.017.967.199
1928.	3.126.412.008

A lire ces chiffres on pourrait croire que la Roumanie a été soumise à une politique de déflation, mais rien n'est moins vrai.

La raison est bien simple : on n'a qu'à lire attentivement les bilans de la Banque Nationale où on trouvera les avances en comptes-courants avec les chiffres suivants :

1926.	156.659.168
1927.	2.800.367.730
1928.	2.410.096.406

Ces comptes courants ne peuvent appartenir qu'à l'Etat, car la Banque Nationale, d'après ses statuts, ne peut prêter à personne en compte-courant simple, c'est-à-dire non garanti, si ce n'est à l'Etat. Par conséquent, ce que l'Etat versait au fonds de liquidation, il le reprenait sous

forme de compte-courant. Le manque d'un fonds de roulement du trésor empêchait l'Etat de ne pas faire appel aux comptes courants de la Banque Nationale.

SECTION I. — LE CHANGE

A l'exception d'une baisse légère au printemps 1926, le change se maintint toujours stable.

	1926	1927
Janvier.	224,450	189,599
Février.	233,201	175,554
Mars.	237,570	169,136
Avril.	250,130	170,289
Mai.	265,920	166,966
Juin.	234,586	161,029
Juillet.	220,469	164,922
Août.	213,860	162,283
Septembre.	196,500	161,884
Octobre.	186,920	161,489
Novembre.	182,812	161,557
Décembre.	194,430	161,441

La baisse de notre change, pendant le printemps 1926, s'explique par une accumulation de demandes de devises, causée par l'annonce du nouveau tarif douanier qui entra en vigueur le 1^{er} avril 1926 (1).

Comme ce nouveau tarif contenait une augmentation des taxes d'importation, nos commerçants se sont hâtés de profiter des taxes plus basses de l'ancien tarif, ce qui augmenta fortement les demandes de devises étran-

(1) A.-J. Popesco, *Considérations sur les fluctuations du leu*. Bucarest, *Reforma sociala*, 1927.

gères et eut pour résultat la hausse de leur prix, c'est-à-dire la baisse de notre change.

Le gouvernement du Général Aversco qui venait d'arriver au pouvoir, en mai 1926, impressionné par cette baisse, voulut donner au problème monétaire sa solution définitive, c'est-à-dire le retour à la convertibilité en stabilisant le change.

A cet effet, il demanda l'avis des divers milieux économiques. Il paraît qu'une grande partie des éléments dirigeants de notre économie se sont prononcés contre l'opportunité de la stabilisation, et surtout la Banque Nationale, par la voie de son Gouverneur, M. M. Oromulu.

Le gouvernement, se trouvant devant une balance commerciale déficitaire et surtout dans l'impossibilité de trouver les crédits nécessaires pour la stabilisation, tenant compte aussi de l'opposition des milieux économiques, renonça à son projet.

Nous pensons que le gouvernement d'alors n'a eu qu'à se féliciter de ne pas avoir tenté la stabilisation pendant la baisse de notre change ; les conditions dans lesquelles la stabilisation a pu être accomplie plus tard furent meilleures et surtout le cours de stabilisation plus élevé.

SECTION II. — LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU CHANGE

§ 1. — LA BALANCE DES COMPTES

A l'exception de l'année 1925, la balance des comptes se maintient dans un équilibre assez stable. Le déficit de la balance commerciale de 1925 provient de la mauvaise récolte de cette année.

D'après l'étude citée de M. Lotru, la balance des comptes de cette période se présenterait comme suit :

(en millions de lei)

	Actif	Passif	Solde
1925.	36.027	41.623	— 5.596
1926.	52.024	51.745	+ 274
1927.	50.633	48.749	+ 1.884

§ 2. — LA CIRCULATION

La circulation se maintient stationnaire entre les années 1925 à 1927. Il ne pouvait pas en être autrement, le plafond imposé par les conventions du 19 mai 1925 étant respecté.

1925.	20.126.370.006
1926.	20.950 547.280
1927.	21.026.262.783

§ 3. — LA POLITIQUE DE L'ETAT

Au point de vue budgétaire, l'Etat continue la politique commencée en 1922. Le budget de 1926 a été déficitaire et si ce fait n'a pas eu de répercussion sur le change, c'est que, pour combler ce déficit, l'Etat n'a pas eu recours aux émissions de la Banque Nationale.

Ce déficit a été comblé par l'emprunt de *200 millions de livres italiennes* contracté par le gouvernement en Italie avec l'Azienda Generale Italiana Petroli. Le taux d'intérêt de ce emprunt était de 7 %, le terme de remboursement dix ans.

La plus grande partie de cet emprunt nous a été

versée sous forme de livraisons en nature. Comme contrepartie de ce paiement, nous avons le droit, si la Société Azienda Generale Italiana Petroli y consentait, de payer une portion ou la totalité de l'annuité en produits pétroliers.

Cet emprunt, destiné à combler les déficits de notre budget, a, par la clause du versement en nature, incité notre gouvernement plutôt à la dépense qu'à l'économie. Cet emprunt a été onéreux par la façon dont il nous a été fait, les marchandises qui nous ont été livrées au compte de l'emprunt étant taxées au-dessus de leur valeur réelle. Au point de vue de la politique douanière, l'Etat conserva les mêmes principes et s'efforça d'enrayer les importations et de favoriser les exportations. Le tarif douanier du 1^{er} avril 1926 est conçu dans cet esprit.

Les taxes d'export diminuent chaque année, comme il ressort du tableau :

ESSENCE PAR WAGON		BLÉ (PAR WAGON)		MAÏS (PAR WAGON)	
10 mars 1926.	7.000 lei	20 juillet 1925	30.000 lei	16 oct. 1925.	12.000 lei
16 juin 1927..	500 lei	10 mars 1926	18.000 lei	21 mars 1926	10.000 lei
25 juin 1928..	400 lei	5 août 1926.	13.000 lei	25 juin 1927.	5.000 lei
PÉTROLE BRUT PAR WAGON		25 juin 1927.	5.000 lei	20 oct. 1927.	3.500 lei
		10 oct. 1927..	3.500 lei	BOIS DE CONSTRUCTION - CHÊNE PAR WAGON	
20 juillet 1925.	1.000 lei			10 mars 1926	8.000 lei
10 mars 1926.	300 lei			25 juin 1928.	6.400 lei
25 juin 1928..	240 lei				

L'Etat continue sa politique d'assainissement des finances en cherchant à régler ses dettes à l'étranger.

Ainsi, en 1925, il procéda à la consolidation de ses dettes de guerre envers l'Angleterre et l'Amérique.

La convention du 19 octobre 1925, avec l'Angleterre, réduisit notre dette de 2/3 par les dispositions suivantes :

Du total de 26.008.498 livres sterling, on déduit 5 millions de livres sterling, comme dédommagement pour la destruction de notre industrie pétrolière et 3 millions de livres sterling, pour la réparation des dommages causés à notre économie par la guerre.

Pour le reste, de 18 millions de livres sterling, nous paierons une annuité forfaitaire de 2 % comprenant le capital et les intérêts pendant 62 années.

Calculée à 5 % d'intérêts que portait notre dette, et tenant compte de l'annuité de 2 %, intérêts et capital pendant 62 années, cela fait que la valeur actuelle de notre dette est seulement de 6.678.265 de livres sterling. En plus, pour les premières vingt années, on nous accorde un moratoire partiel.

La convention du 5 décembre 1925 avec les Etats-Unis d'Amérique comporte l'arrangement suivant :

Nos dettes avaient deux sources, les crédits qui nous ont été accordés en vertu du Liberty Bonds act et pour les Sales of surplus of war material. Le total de nos dettes envers l'Amérique se présentait ainsi :

Dettes en vertu du Liberty Bonds act :

Capital.	23.205.819 dollars
Intérêts non payés.	7.406.575 —

Dette pour Sales of surplus of war material :

Capital.	12.922.675 dollars
Intérêts non payés.	3.876.862 —

TOTAL. 47.411.873 dollars

Les intérêts de ces dettes étaient de 5 %.

Les avantages que ces arrangements nous ont procurés sont les suivants :

Pour les intérêts échus et non payés, l'intérêt est réduit à 4 1/2 % jusqu'au 15 décembre 1922 et, après cette date, à 3 %. Par cette réduction, la dette se trouve réduite de 47.411.873 dollars à 44.606.373 dollars.

Le taux d'intérêt de notre dette se trouve réduit dans l'avenir à 3 % pour les premières années et 3 1/2 pour le reste.

La dette est payable en 62 annuités. Le principe adopté est celui des annuités progressives. Ainsi en 1926, l'annuité est de 200.000 dollars ; en 1933 de 1 million de dollars ; en 1938 de 2 millions de dollars.

Tenant compte des intérêts et de la totalité des annuités, on arrive à la valeur actuelle de notre dette qui est de 29.458.133 dollars et par conséquent la réduction qui nous a été consentie est de 17.953.740 dollars.

Ces deux arrangements, à tous points de vue, ont été avantageux. D'abord, tous les deux nous accordent d'appréciables réductions, ensuite le moratoire partiel de

l'Angleterre pour les premières années et les petites annuités de début envers l'Amérique nous ont préservés d'un déficit budgétaire, et n'ont pas trop chargé, pour les premières années, le passif de la balance des comptes. A cela il faut encore ajouter le relèvement du crédit de notre Etat, en montrant qu'il est disposé à tenir ses engagements.

APPENDICE

La Politique de la Banque Nationale

Cette politique a été définie dans les conventions du 19 mai 1925. Il est inutile d'y revenir, mais il y a un fait que nous ne pouvons pas passer sous silence et qui montre la façon dont la Banque Nationale entend résoudre un des problèmes économiques. Il s'agit de la circulaire de la Banque Nationale du 22 décembre 1927.

Emue par le nombre d'effets de commerce protestés, lesquels, pour Bucarest seulement, s'élèvent à 47.085 du 1^{er} janvier au 31 décembre 1927, la Banque Nationale, par ladite circulaire, imposa aux Banques de ne plus percevoir un intérêt dépassant 18 % jusqu'au 1^{er} octobre 1928 et de 15 % après cette date.

Cette mesure arbitraire fut inefficace, malgré les menaces de sanctions consistant dans le retrait des crédits d'escompte accordés.

Nous avons jugé cette mesure comme arbitraire parce qu'on ne voit pas le critérium d'après lequel la Banque Nationale fixa le montant du taux de l'intérêt. Cette mesure fut au surplus inefficace. Si le taux de l'intérêt est de 25 ou 30 %, ce n'est pas en vertu d'un caprice des banques. Il y a des lois naturelles qui le déterminent et celles-ci ne pouvaient pas être écartées par une simple circulaire de notre Institut d'émission.

C'est le manque de numéraire qui maintenait le taux de l'intérêt si haut et, par conséquent, le seul remède à cette situation aurait été non pas de décréter un taux arbitraire, mais de prendre des mesures pour que le numéraire devînt plus abondant, soit en supprimant le plafond imposé à notre émission, soit en favorisant l'afflux des capitaux sur notre marché.

SECTION III. — LA SITUATION ÉCONOMIQUE

La situation économique empire de jour en jour. Nous nous trouvons en pleine crise économique avec ses différents aspects : crise de numéraire, crise de crédit et crise de sous-consommation.

Le manque prolongé de numéraire paralyse notre marché. Ce qui le prouve, c'est que le portefeuille des grandes banques, reflet de la situation économique, est stationnaire. (Le portefeuille de la Banque Nationale n'a plus d'intérêt, car ses variations ne suivent plus le développement économique comme elles le devraient, le plafond de l'émission paralysant la Banque Nationale).

VARIATIONS DU PORTEFEUILLE COMMERCIAL DES GRANDES BANQUES (en millions de lei)

1925.	5.408
1926.	5.195
1927.	6.086

Le manque de numéraire est aggravé encore par la hausse des prix, qui, comme nous avons eu l'occasion de le dire, joue le rôle d'une déflation.

INDEX-NUMBER DES PRIX

	1925	1926	1927
Janvier.	3.115	3.310	3.795
Février.	3.128	3.320	3.825
Mars.	3.205	3.370	3.898
Avril.	3.370	3.398	3.387
Mai.	3.280	3.439	3.743
Juin.	3.320	3.677	3.800
Juillet.	3.180	3.470	3.800
Août.	3.200	3.535	3.870
Septembre.	3.130	3.540	3.807
Octobre.	3.200	3.750	3.810
Novembre.	3.290	3.887	3.900
Décembre.	3.380	3.936	4.077

Les prix montent lentement et d'une façon constante. Cette hausse n'est pas l'effet d'une baisse du change, car le cours du change est constant, mais la conséquence de la baisse des taxes à l'export, laquelle a pour résultat de pousser la valeur de notre monnaie vers l'équilibre des pouvoirs d'achat, les prix intérieurs tendant à rejoindre les prix extérieurs, à mesure que les entraves à cet équilibre disparaissent. La hausse du taux de l'intérêt s'ajoute aux facteurs ci-dessus pour rendre précaire l'état de notre économie. Cette hausse est due non seulement au manque de numéraire, mais aussi, dans une certaine mesure, à l'accord tacite des banques de liquider sans brusquerie toutes les affaires avortées d'après-guerre et, par conséquent, le besoin de gains plus grands pour pouvoir amortir les pertes du passé.

Le taux excessif de l'intérêt mine toutes les entreprises faisant appel au crédit. Les débiteurs, solvables au moment de l'emprunt, deviennent insolvable à cause des intérêts qu'ils payent, leur entreprise ne pouvant leur rapporter un gain proportionnel aux intérêts payés. La méfiance commence à pénétrer chez les dispensateurs de crédit, qui accordent ces crédits de plus en plus difficilement, ce qui accroît d'autant l'insolvabilité de l'industrie et du commerce.

A la crise de numéraire et à la crise de crédit s'ajoute la crise de sous-consommation, ce phénomène provenant de la diminution de la capacité d'absorption du marché intérieur, car la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, réduisant les disponibilités monétaires de chaque individu, les consommateurs utilisent les stocks qu'ils s'étaient précédemment constitué, en attendant que la monnaie redevienne abondante pour recommencer à faire leurs achats.

Cette diminution de la capacité d'absorption du marché intérieur peut être expliquée aussi par le niveau du taux de l'intérêt. Presque chaque individu est producteur et, comme tel, chacun fait plus ou moins appel au crédit. Le niveau auquel se trouve le taux de l'intérêt, réduit d'autant les gains de chaque producteur et, par conséquent, son pouvoir d'achat. Une hausse des prix ne fera qu'accentuer la sous-consommation.

Le monde bancaire ne gagne pas non plus, devant faire face aux pertes dues à l'insolvabilité croissante de leur clientèle.

Comme exemple éclatant de sous-consommation on

peut citer le cas de la ville de Cluj où, pendant les années 1926 et 1927, la consommation de la viande a diminué de 75 % !

Seuls sont dans une bonne situation ceux qui ont un revenu fixe, comme les fonctionnaires, leur revenu étant constant et sûr.

DEUXIEME PARTIE

LA STABILISATION

CHAPITRE I^{er}

LA TECHNIQUE DE LA STABILISATION

La stabilité du change, sans la convertibilité du billet, est un non-sens. Seule, la convertibilité d'une monnaie à un taux fixe contre de l'or ou des devises étrangères, peut maintenir les fluctuations du change entre les limites déterminées par les gold points.

Pour arriver à cette convertibilité, il faut avoir une réserve d'or et de devises suffisante pour les besoins de l'échange. Si la banque d'émission ne possède pas une réserve suffisante, elle doit recourir à un emprunt à l'étranger pour constituer la réserve nécessaire.

Presque tous les Etats, en stabilisant leur monnaie, ont eu recours à un emprunt à l'étranger. On ne doit pas conclure de là, que la stabilisation monétaire sans emprunt extérieur est impossible. L'exemple de la France est probant à ce point de vue. Si la France n'a eu recours à aucun emprunt, c'est parce que sa réserve

d'or était intacté et, en outre, parce qu'elle possédait aussi une grande quantité de devises acquise par la sage politique de la Banque de France. Pour se passer de l'argent étranger, il est nécessaire et suffisant d'avoir une solide réserve pour la convertibilité de la monnaie.

Cette réserve, une fois constituée, il s'agit de ne pas la perdre. Pour cela, il faut que la balance des comptes ne soit pas déficitaire. Plusieurs années avec une balance de comptes déficitaires peuvent suffire à épuiser la réserve d'or et de devises et à entraîner l'instabilité du change, faute de moyens de convertir les billets de l'institut d'émission.

La première mesure à prendre, à ce point de vue, c'est de combler, par un emprunt de consolidation, les déficits arriérés de la balance des comptes passée. Ensuite, chercher par des moyens appropriés à maintenir la balance des comptes en équilibre.

Ces mesures seraient suffisantes pour assurer la stabilité d'une monnaie, mais cette stabilisation risque d'être compromise, si l'Etat fait de nouveaux appels aux émissions de la banque d'émission.

Pour éviter tout recours de l'Etat à la planche aux billets, il faut interdire à la banque d'émission de faire des avances à l'Etat et, pour la mettre en état de respecter cette interdiction, la rendre plus indépendante de l'Etat.

Mais avant tout, il serait plus pratique pour éviter la possibilité de toute inflation, d'écarter la cause qui mène l'Etat à faire appel aux émissions de la banque d'émission : le déficit budgétaire. Pour cela, il faut assai-

nir la situation financière par des mesures adéquates : ordre dans la comptabilité, appel aux impôts, économie.

De même, la dette flottante est une question importante. Elle est toujours une menace d'inflation. L'échéance d'une somme importante de bons du trésor peut obliger l'Etat, pour faire face à ses obligations, à recourir à la presse aux billets. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé en France au printemps 1926 et ce qui amena la livre sterling à 200 francs. Par conséquent, une question préalable à toute stabilisation, c'est la consolidation de la dette flottante.

Il résulte, d'après ce que nous venons de dire, que les conditions générales de toute stabilisation sont les suivantes :

- a) Constitution d'une réserve d'or et de devises suffisante aux échanges avec l'étranger.
- b) Equilibre de la balance des comptes.
- c) Equilibre budgétaire.
- d) Assainissement de la dette publique.

Quelle était la situation de la Roumanie à la fin de 1927 quand le gouvernement prit la résolution de stabiliser notre monnaie, au point de vue des conditions nécessaires à cette opération ?

La couverture métallique de notre billet s'élevait à 7.033.101.240 lei, composée comme suit (31 décembre 1927) :

Monnaie d'or en caisse.....	126.454.818
Or déposé à l'étranger	112.959.700
Or en lingots	23.833.417
Disponible à Berlin	327.000.000
Rentes or	3.960.000
Trésor évacué à Moscou	315.179.980
Bons du Trésor	6.123.713.333

TOTAL..... 7.033.101.348

De cette couverture, on doit écarter les bons du trésor, car ils ne peuvent d'aucune façon servir à la convertibilité du billet contre de l'or. De même, le trésor évacué à Moscou doit être effacé, car il est presque sûr qu'il est perdu pour nous. Par conséquent, la couverture de notre monnaie se trouvait réduite à 267.458.818 de lei or. Si le total de notre encaisse métallique est réévalué d'après la valeur actuelle de notre monnaie et si on ajoute le disponible à Berlin, on arrive à une couverture métallique réelle de 5.877.652.920 de lei-papier, couverture insuffisante pour un retour à la convertibilité, si l'on considère le rapport de 1/3 comme nécessaire entre la couverture et la circulation monétaire. Par conséquent, nous sommes obligés d'avoir recours à un emprunt à l'étranger pour nous procurer les devises indispensables pour cette couverture, nécessité qui apparaît d'autant plus évidente si l'on tient compte aussi de l'augmentation future de notre circulation, conséquence du développement normal de notre économie.

Cet emprunt était nécessaire également pour décharger la Banque Nationale de son portefeuille immobilisé, de

la Centrale des Banques populaires, de la Centrale des Coopératives de production et de consommation et du Crédit industriel. Cette mesure était nécessaire pour donner à la Banque d'émission la possibilité de reprendre son rôle de régulatrice de notre économie, en rendant la liquidité à son portefeuille.

La balance des comptes continuait à être légèrement déficitaire. Pour rendre le solde de cette balance favorable pour nous, il fallait supprimer toutes les entraves à l'exportation, comme les taxes d'export, et chercher à augmenter la production. Pour rendre cet export plus actif et donner une impulsion à notre production, l'amélioration de nos transports et des chemins de fer principalement s'imposait, car malgré les améliorations successives apportées à notre réseau de voies ferrées, nos chemins de fer étaient encore insuffisants au trafic et mal exploités.

Mais surtout nos grands besoins de capitaux mobiliers, pour permettre aux forces productives de notre pays de donner leur plein rendement imposaient, ainsi que la création d'autres sources de richesse, un emprunt à l'étranger.

Quand on stabilise une monnaie, il ne suffit pas de décréter cette stabilité, mais il faut encore prendre les mesures nécessaires pour que la stabilisation, une fois réalisée, ne soit pas compromise. Or, le moyen le plus sûr pour assurer la stabilité, c'est le développement de la production qui nous assure contre une balance de comptes déficitaire et fait affluer l'or et les devises vers notre pays.

La nécessité d'un emprunt à l'extérieur s'imposait donc à un quadruple point de vue :

1° Au point de vue de la convertibilité de notre monnaie ;

2° Au point de vue de la liquidité du portefeuille de notre institut d'émission ;

3° Au point de vue de l'amélioration de nos chemins de fer ;

4° Au point de vue de l'essor futur de notre production.

Depuis la réforme financière de 1922, le budget était équilibré.

Le déficit du budget de 1926 étant équilibré au moyen de l'emprunt de 200 millions de livres italiennes contracté en Italie, on n'avait par conséquent qu'à persévérer dans cette politique pour assurer la stabilisation contre tous risques provenant des déficits budgétaires.

Au point de vue de la dette publique, la situation se présentait sous des auspices favorables à l'opération qu'on allait entreprendre. Les consolidations successives de notre dette extérieure eurent pour résultat de réduire notre dette, ainsi que l'importance de notre dette flottante et cela est plus important, car on sait que la dette flottante est un risque permanent d'inflation.

Au commencement de 1928, il n'y avait à consolider que quelques dettes dont la plus importante était la dette de guerre envers la France. Si cette dette n'était pas encore arrangée, c'est que la France elle-même nous avait conseillé d'attendre jusqu'au moment où elle arran-

gerait les siennes afin de savoir jusqu'où pouvaient aller ses concessions.

Le point de vue auquel se plaçait la France était celui dicté par la justice. Elle nous accorde les mêmes avantages qui lui seront consentis par ses créanciers.

La situation de la dette publique en 1927 se présentait ainsi (1) :

En lei

Consolidée	15.929.282.186 lei papier	
Flottante	11.303.802.234	—
TOTAUX	26.232.084.420	—

En monnaie étrangère

Consolidée	3.855.474.199 lei or	
Flottante	16.326.517	—
TOTAUX	3.871.800.716	—

La dette flottante intérieure étant due presque exclusivement à la Banque Nationale ne présente aucune menace d'inflation. Reste seule la dette extérieure flottante qui s'élève à 16 millions de lei or, c'est-à-dire environ 500 millions de lei papier (comptant 32 lei papier 1 lei or), mais vu la modicité de cette somme nous pensons qu'elle n'est pas de nature à mettre en péril la stabilisation du leu.

Après examen, on peut conclure que la situation de la

(1) G. Dobrovici, La dette publique de la Roumanie au 30 avril 1927, Bucarest, *Cultura Nationala*, 1927.

Roumanie était assez favorable pour l'opération de la stabilisation, car elle répondait aux conditions essentielles de la stabilisation.

Une ombre à ce tableau. La crise économique minait nos forces productives et contenait en elle des risques pour la réussite de la stabilisation.

Mais on pensait qu'une circulation assainie et une couverture métallique suffisante seraient des remèdes à cette crise, car les capitaux étrangers n'étant plus menacés par les risques dûs à la mobilité du change recommenceraient à affluer vers notre marché. On pensait aussi que la Banque Nationale, rétablie dans sa fonction normale et augmentant ses possibilités d'émission, pourrait faire face aux demandes d'argent, enrayant ainsi la crise de numéraire, une des causes de la crise économique.

A ce point de vue, nous devons signaler la fausse idée que notre opinion publique se faisait touchant les effets de la stabilisation. On peut dire, malgré les avertissements contraires que notre presse n'a cessé de donner, que notre opinion publique attendait de la stabilisation la guérison de tous les maux dont souffrait notre économie.

C'est cette croyance qui a contribué à la satisfaction avec laquelle notre public a accueilli l'annonce officielle de la stabilisation. Chose rare en matière d'économie politique, tout le monde était unanime à approuver et à demander la stabilisation monétaire.

CHAPITRE II

LA PRÉPARATION DE LA STABILISATION

Dans l'exposé des motifs du budget pour l'année 1928, on trouve, pour la première fois, exposée officiellement la décision prise par le gouvernement de stabiliser notre monnaie.

On a souvent reproché au gouvernement de ne pas avoir procédé plus tôt à la stabilisation. Était-elle possible plus tôt ? Nous pensons qu'elle était possible depuis 1925, lors de la réforme monétaire.

Alors, la situation, au point de vue du change, du budget et de la balance des comptes, était analogue à la situation dans laquelle on a entrepris la stabilisation. En plus, en 1925, on avait l'avantage d'une économie en meilleur état, la crise n'étant pas poussée si loin.

D'ailleurs M. V. Bratiano, le chef du parti libéral, reconnaît que cette opération était possible dès l'année 1926. Voilà ce qu'il a dit : « A la session d'automne 1925, à l'occasion de la présentation du budget pour l'année 1926, nous avons montré la possibilité de nous attaquer à ce problème (la stabilisation). Les événements politiques qui ont suivi nous ont empêchés de le faire, mais nous avons, dès l'automne 1927, inscrit cette stabilisation

comme un point d'application immédiat de notre programme » (1).

Si cette opération avait été faite plus tôt, nous pensons que la Roumanie n'aurait eu qu'à se féliciter d'avoir assaini sa monnaie une heure plus tôt et d'avoir joui dès 1926 des bienfaits qu'apporte la stabilité de la monnaie.

Au point de vue de l'exécution de l'opération, deux solutions ont divisé nos économistes et même le gouvernement. Il s'agissait de décider si nous stabiliserions avec l'aide de la Ligue des Nations, ou si nous entreprendrions cette opération seuls, c'est-à-dire si nous demanderions à la Société des Nations la garantie de notre emprunt, et en ce cas, nous devions suivre le plan établi par les experts de la Ligue, ou si nous offririons comme garantie, à l'emprunt nécessaire, notre seul crédit.

Les partisans de l'aide de la Ligue des Nations arguaient que, par cette voie, on obtiendrait certainement l'emprunt et à de meilleures conditions que si nous n'avions pas l'appui de la Société des Nations.

Ceux qui voulaient la stabilisation en dehors de la Ligue des Nations faisaient valoir surtout les conditions auxquelles la Ligue des Nations soumettait sa collaboration, conditions que l'on trouvait incompatibles avec la dignité d'un Etat indépendant et qui a donné preuve de sa vitalité.

Le chef du gouvernement et ministre des Finances,

(1) Exposé de M. V. Bratiano sur l'emprunt de stabilisation fait sous les auspices de l'Institut économique roumain. *Les Annales des Banques*, 10^e année, n^{os} 8-9, page 357.

M. Bratiano, avait adopté cette dernière attitude. Dans un de ses discours, il disait : « Nous n'aurons recours à l'aide de la Ligue des Nations que le jour où cette institution attaquera le problème de la réorganisation financière non seulement des Etats paralytiques, mais encore de ceux qui ont su se lever seuls » (1). Il cita, comme inacceptable pour un Etat indépendant, la condition imposée à la Bulgarie par la Ligue des Nations pour la stabilisation du leva, à savoir le changement de l'organisation intérieure de son institut d'émission.

Nous ne connaissons pas les conditions auxquelles la Ligue des Nations aurait subordonné sa collaboration à notre stabilisation et nous ne pouvons juger si le recours à la Ligue des Nations eût été préférable à la voie qu'on a suivie.

Avant d'étudier dans les détails la préparation de la stabilisation du leu, nous voulons montrer le peu de compréhension de la situation dont ont fait preuve nos partis politiques qui, non seulement n'ont pas réussi à se mettre d'accord pour former un gouvernement d'union nationale, sous les auspices duquel on aurait entrepris l'opération de la stabilisation, mais ont continué à s'abîmer dans une lutte fratricide.

Il est inutile d'insister sur les avantages que l'union des partis politiques apporte à la résolution des questions monétaires en général et à la stabilisation monétaire spécialement, l'exemple de la France et de la Belgique illus-

(1) Discours de M. V. Bratiano à la Chambre des députés, le 20 décembre 1927.

trent mieux que toute démonstration les bienfaits de la trêve des partis politiques.

SECTION I. — LE PROGRAMME DE STABILISATION

Pour mener à bien l'opération de stabilisation, le gouvernement pensait qu'il nous fallait remplir les conditions suivantes (1) :

1° Conditions générales nécessaires à tout pays voulant entreprendre la stabilisation de sa monnaie :

a) La consolidation intérieure ;

b) Le rétablissement de la confiance au dehors, afin d'obtenir la solidarité des banques d'émission ainsi que l'emprunt extérieur nécessaire pour rendre normal le fonctionnement de notre Banque d'émission.

2° Conditions spéciales pour la Roumanie.

a) La remise en fonctionnement normal de la Banque Nationale par le décongestionnement du portefeuille de la Banque, par le paiement de la dette de l'Etat à qui l'on n'accorderait désormais plus des crédits à long terme. L'emprunt de stabilisation devra donner les moyens de convertibilité du leu ;

b) L'établissement d'un fonds de roulement du trésor, afin d'empêcher le recours de l'Etat à la Banque Nationale, nécessité par le caractère agricole de notre pays qui fait que les rentrées des recettes ne sont pas régulièrement échelonnées.

(1) Exposé de M. V. Bratiano sur l'emprunt de stabilisation fait sous les auspices de l'Institut Economique Roumain. *Annales des Banques*, 10^e année, nos 8-9.

La consolidation intérieure était acquise par l'assainissement de nos finances et par l'arrêt de l'inflation. Il restait encore à assainir la Banque d'émission et à lui donner la couverture nécessaire à la convertibilité. Une fois la situation assainie, pour ne pas avoir de nouveau recours aux emprunts de la Banque Nationale, on instituera à l'aide de l'emprunt extérieur un fonds de roulement du trésor.

La consolidation de la situation politique dont on connaît l'utilité n'a pas été possible, l'intensité des luttes politiques empêchant tout accord.

Le rétablissement de la confiance à l'extérieur était nécessaire pour obtenir la solidarité des banques d'émission qui, outre son utilité au point de vue de la domination du marché du change, avait aussi une portée morale, en ce qu'elle devait montrer à l'opinion publique que tout le monde regarde avec sympathie et encourage nos efforts en vue de l'assainissement de notre monnaie.

En outre, la confiance étrangère était nécessaire pour obtenir l'emprunt de stabilisation, à défaut duquel la situation de notre Institut d'émission n'aurait pas pu être assainie, de même que notre monnaie n'aurait pas possédé une couverture métallique suffisante.

Le programme indiqué présentait en somme toutes les garanties nécessaires pour la réussite de l'opération envisagée, car il tenait compte à la fois de la technique de la stabilisation et des conditions spéciales de la Roumanie.

SECTION II. — LE BUDGET

Une des premières conditions nécessaires à la stabilisation, c'est l'équilibre budgétaire.

Afin d'assurer l'équilibre pour l'année 1928, année pendant laquelle on pensait que la stabilisation légale serait réalisée, le gouvernement a maintenu dans ses grandes lignes le budget de 1927, en augmentant de 3 milliards les évaluations.

Comme l'exposé des motifs du budget le dit, le budget de 1928 était un budget d'attente, voisin des chiffres du budget antérieur. On ne voulait pas procéder à des réformes, car cela aurait entraîné des risques et, à la veille de la stabilisation, on ne pouvait pas se payer le luxe de nouvelles expériences. C'est par mesure de prudence qu'on a appliqué, pour l'année 1928, le budget de 1927.

Le budget de 1927 s'élevait à 51.153 millions de lei, y compris les chemins de fer, P. T. T., caisse des pensions, etc., tandis que celui de 1928 accuse un total de 54.279 millions de lei. Cette augmentation des prévisions s'élevant à 3 milliards était justifiée par la situation de la rentrée des impôts pendant 1927, ainsi que par l'augmentation constante du chiffre des budgets pendant les années antérieures.

Malgré la prudence du gouvernement, le budget de 1928 fut déficitaire d'environ 3,5 milliards de lei. Les causes de ce déficit sont la mauvaise récolte de l'année et la modification apportée au régime des taxes sur l'alcool en 1927. Nous en avons la preuve dans les chiffres suivants :

DROITS ET TAXES DE DOUANE

(en millions de lei)

	1927	1928
Evaluation.	7.252	9.200
Recettes.	8.223	5.187 (1)

DROITS SUR L'ALCOOL

(en millions de lei)

	1924	1925	1926	1927	1928
Evaluation.	1.390	1.420	1.560	2.695	2.644
Recettes.	1.693	1.720	2.000	1.789	475 (1)

Malgré les mesures prises pour diminuer le déficit, comme la réduction des allocations budgétaires qui n'ont pas été affectées, soit environ 1 milliard, et la réduction de certaines dépenses des administrations prévues mais non ordonnancées, réductions atteignant au maximum 10 %, le déficit budgétaire a été, ainsi que nous l'avons indiqué, d'environ 3,5 milliards.

Le déficit budgétaire et la mauvaise récolte de 1928 ont troublé l'atmosphère créée autour de la stabilisation, qui était différée par suite de pourparlers interminables en vue de l'emprunt extérieur.

Le gouvernement National Paysan qui succéda au Parti Libéral, au mois de novembre 1928, dut, afin d'assurer l'équilibre du budget pour 1929, équilibre jugé absolument indispensable par les experts étrangers, recourir à

(1) Chiffres pour 9 mois seulement.

l'augmentation et la création de nouveaux impôts. Voici les impôts qui ont subi des augmentations :

- a) Le droit de timbre et l'impôt sur les actes juridiques ;
- b) L'impôt sur le chiffre d'affaires ;
- c) Les droits sur la consommation des boissons alcooliques et les brevets pour la vente de ces boissons ;
- d) L'impôt sur le revenu global ;
- e) L'impôt mobilier ;
- f) Les intérêts perçus sur les impôts arriérés ;
- g) L'impôt agricole, l'impôt sur les constructions et l'impôt professionnel ;
- h) L'impôt commercial.

En outre, on créa sur les automobiles un impôt nouveau proportionnel à leur poids.

Afin d'éviter que le budget pour 1929 ne soit grevé du déficit de 1928, on a pris les mesures suivantes :

1° La réduction des allocations budgétaires qui n'ont pas été affectées, soit environ 1 milliard de lei ;

2° La réduction de certaines dépenses des ministères prévues mais non ordonnancées, réduction atteignant au maximum 10 % ;

3° La différence sera couverte à la suite d'une nouvelle estimation du stock-or déposé à la Banque Nationale de Roumanie, aussitôt que la stabilisation monétaire aura été effectuée.

Le budget de l'Etat pour 1929 aura un total de dépenses de 37 milliards de lei, non compris les chemins de fer, P. T. T., R. M. S., Caisse des pensions, etc...

Le budget des institutions autonomes, chemins de fer,

P. T. T., etc., s'élève à 19 milliards. Au total, le budget de 1929 s'élève à 59 milliards.

Le budget de 1929 s'est clôturé avec un déficit d'environ 1 milliard, malgré l'augmentation, pendant l'exercice, de la plupart des taxes de consommation.

La cause de ce déficit réside surtout dans la crise économique qui sévit chez nous depuis plusieurs années.

SECTION III. — LA POLITIQUE DE DEVICES. — STABILISATION DE FAIT

La stabilisation, comme toute réforme monétaire, est suivie d'une crise d'adaptation.

Pour atténuer les effets de cette crise d'adaptation, il est nécessaire que la banque d'émission obtienne la stabilisation de fait par une politique de devises. Cette période de stabilisation qui précède la stabilisation légale tend à amortir les effets de la stabilisation légale en ce qu'elle habitue l'économie nationale à la nouvelle situation que créera la stabilisation légale.

La période de stabilisation de fait ne constitue qu'une période transitoire entre l'instabilité de la valeur de la monnaie et la stabilisation légale. Le rôle de cette période de transition est de former la liaison nécessaire entre deux périodes de structure économique différente, permettant le passage sans heurt de l'une à l'autre.

Déjà depuis que la chute du leu s'était arrêtée la Banque Nationale cherchait à amortir les variations de notre change par des achats et ventes appropriés de devises. Elle n'avait qu'à développer ces opérations pour obtenir la stabilisation de fait.

En fait, depuis le mois d'octobre 1927, le cours du leu a varié entre 160 et 166 lei le dollar.

COURS DU DOLLAR A BUCAREST

	1927	1928	1929
Janvier.	»	162.340	166.237
Février.	»	163.029	»
Mars.	»	161.266	»
Avril.	»	160.944	»
Mai.	»	162.805	»
Juin.	»	163.186	»
Juillet.	»	164.070	»
Août.	»	164.702	»
Septembre. . . .	»	164.802	»
Octobre.	161.489	165.510	»
Novembre.	161.557	166.100	»
Décembre.	161.441	166.167	»

Les possibilités qu'avait la Banque d'émission d'assurer la stabilité du change par une politique de devises étaient limitées parce qu'elles n'avait le droit d'émettre des lei contre des devises que dans la mesure où le plafond le lui permettait.

Dans ces conditions, la stabilisation aurait pu être compromise, les moyens d'action de la Banque d'émission sur le marché du change pouvant faire défaut.

Pour pallier à cette insuffisance, la loi pour la préparation de la stabilisation, du 28 juillet 1928, décida que la Banque Nationale était autorisée à conclure avec les différentes banques d'émission les conventions nécessai-

res pour l'ouverture et l'utilisation des crédits, en vue de la stabilisation monétaire sous la forme d'avances ou d'escomptes et s'engageait à garantir la liquidation de ces opérations. En plus, la Banque Nationale, à partir de la promulgation de cette loi, pouvait déroger à l'art. 9 de la convention relative à la liquidation des émissions pour l'Etat, du 19 mai 1925 (1). Par conséquent, l'Institut d'émission est autorisé à acheter des devises contre des lei, en quantité illimitée, la mesure du plafond étant supprimée.

Les cours auxquels se feront les achats et les ventes de devises par la Banque Nationale seront établis d'un commun accord par le ministère des Finances et notre Institut d'émission.

Dans ces conditions, la Banque Nationale pouvait avoir une action efficace sur le marché du change, car elle avait une possibilité illimitée d'acheter des devises. Mais cette action ne se pouvait exercer que sur un marché où affluent les devises étrangères, comme ce fut le cas pour la France, où le rétablissement de la confiance après la constitution du gouvernement de l'union nationale provoqua le rapatriement des capitaux ce qui fit affluer les devises sur le marché du change de Paris.

Si la Banque Nationale pouvait enrayer la hausse du leu par des achats illimités de lei, elle ne pouvait pas parer à la baisse du leu, n'ayant pas le moyen de vendre

(1) Art. 9 : Tant que la convertibilité du billet reste suspendue, l'émission de la Banque Nationale ne pourra pas dépasser l'émission faite jusqu'au 31 décembre 1925.

des devises au cours fixé, car elle était dans l'impossibilité de se constituer un stock suffisant de devises sur l'étranger, la balance des comptes et le mouvement des capitaux n'étant pas de nature à favoriser l'accumulation d'une masse suffisante de disponibles sur l'étranger.

Comme l'emprunt extérieur tardait à être conclu, la Banque Nationale, pour ne pas compromettre la stabilisation de fait, contracta en Italie un emprunt de 12 millions de dollars au mois d'août 1928, avec l'assentiment du groupe de banquiers franco-américains, avec lequel on négociait l'emprunt de stabilisation. Cet emprunt a été contracté par l'intermédiaire de la Société nationale de crédit industriel. L'emprunt était à courte échéance — trois mois, — et il était destiné à procurer à notre institut d'émission, en attendant l'emprunt de stabilisation, les moyens nécessaires à maintenir la stabilité de fait.

L'échéance de l'emprunt de 12 millions de dollars fut prorogée de trois mois, à cause du retard de la conclusion de l'emprunt de stabilisation. Cet emprunt fut remboursé au mois de mars 1929.

Grâce à ces mesures, la Banque Nationale put maintenir la stabilisation de fait en vendant la livre sterling au cours fixe de 807 lei, jusqu'à ce que la stabilisation légale fût accomplie.

SECTION IV. — LES NÉGOCIATIONS DE L'EMPRUNT

Les négociations entreprises en vue d'obtenir à l'étranger un emprunt nécessaire à la stabilisation, ont été extrêmement laborieuses.

Au cours de ces négociations, l'opinion publique rou-

maine a été très sensible, réagissant à toutes les nouvelles sur l'emprunt de stabilisation que la presse répandait abondamment. (

La question du taux de stabilisation était toujours le point sensible et a été l'objet d'une abondante littérature dans nos journaux.

Si les pourparlers en vue de l'obtention de cet emprunt ont traîné si longtemps, cela tient surtout à différents litiges financiers existant entre la Roumanie et différents pays, notamment l'Allemagne et l'Angleterre.

La question qui a entraîné pour nous le plus de difficultés a été celle des rentes 4 % de 1913.

Le gouvernement n'a pas compris dès le début que ce qu'il y avait de mieux à faire était de régler d'abord ces différends. Surtout l'Angleterre soutenant les intérêts de l'Allemagne, on ne pouvait prétendre se passer du concours de cette dernière.

Dès le printemps 1928, la Reichsbank faisait savoir qu'elle se désintéresserait complètement de la stabilisation roumaine, si la Roumanie ne réglait pas les litiges entre elle et le Reich.

Forcé par les circonstances, le gouvernement roumain négocia avec ceux qui élevaient des prétentions envers nous. Les résultats de ces négociations furent les conventions suivantes :

Par l'accord signé à Paris le 31 mai 1926, la Roumanie s'engageait, à partir du 1^{er} janvier 1929, à effectuer en francs or et dans la proportion établie ci-dessous, le service des coupons et des amortissements des emprunts extérieurs de 1889 à 1920, dont les titres portent l'estam-

pille roumaine, pour une autre monnaie que le leu et sont pourvus d'une feuille de coupons tricolore.

Le pourcentage applicable au paiement en or du coupon et des titres tirés au sort est établi comme suit :

A partir du 1^{er} janvier 1929, un pourcentage allant de 40 % de la valeur nominale en or à 100 % en 1951.

Les détenteurs de titres de l'emprunt 4 1/2 % de 1913 qui représentent le bordereau estampillé pour une autre monnaie que le leu, bénéficieront, conformément à l'accord de Londres, du paiement intégral en monnaie anglaise, à partir du coupon d'octobre 1928.

Le 4 juillet 1928, a été signé à Londres, par l'entremise de la Banque I. Henry Schröder de cette ville, un accord avec les détenteurs anglais de rente roumaine. Cet accord stipulait que :

Le paiement du capital et des intérêts des titres estampillés, pour le paiement en lei, continuait à être effectué en Roumanie exclusivement en lei.

Le paiement du capital et des intérêts des titres 4 1/2 % de 1913 cotés à la Bourse de Londres en dehors des titres payables en lei, serait fait à Londres, en livres sterling.

Le service des coupons et l'amortissement devront être assurés en temps de paix comme en temps de guerre, sans tenir compte du fait que les détenteurs sont sujets d'un pays ami, neutre ou belligérant.

Le gouvernement roumain amortira, à partir du 1^{er} octobre 1928, un nombre de titres établi dans le tableau d'amortissement, et remboursera, au plus tard au 1^{er} octobre 1953, les titres qui, par suite des événements de guerre, n'ont pas été tirés au sort.

En ce qui concerne les titres en livres sterling tirés au sort et les coupons échus et non payés jusqu'au 1^{er} avril 1928, le gouvernement roumain paiera en livres sterling une somme égale à 20 % de la valeur or ou émettra des titres d'un emprunt en livres sterling cotés à la Bourse de Londres. Leur valeur nominale sera fixée de manière à ce que le cours du marché soit égal au paiement ci-dessus, de 20 % en livres sterling.

Par l'accord pour l'arrangement de nos dettes de guerre envers la France, le total de ces dettes a été évalué à 961.551.212 francs. Du total on a déduit la somme correspondant à 10 millions de livres sterling comme réparation des dommages subis par notre industrie pétrolière et notre économie nationale, ainsi que les dommages subis par l'Etat. A cette somme, on ajoute les intérêts à partir du jour de la destruction de notre industrie pétrolière.

Si du total de 961.551.212 francs, on déduit la somme allouée pour la réparation de notre industrie pétrolière, ainsi que les créances qui nous ont été reconnues, il reste une somme de 434.043.509 francs dont nous sommes débiteurs envers la France.

Pour le paiement de cette dette, on a adopté le principe des annuités croissantes pendant 60 années.

Dans ses négociations avec nous, la France a été guidée par la volonté de nous accorder les mêmes avantages qui lui sont consentis par ses créiteurs ; pour l'application intégrale de ce principe, l'accord prévoit que si la France obtenait une amélioration des conditions de sa dette de guerre, elle nous consentirait des améliorations équivalentes.

Enfin, au mois d'août 1926, nous commençâmes des pourparlers avec l'Allemagne en vue de l'arrangement des litiges existants, ce qui nous amena à l'accord du 11 novembre 1928.

Cet accord prévoit les points suivants :

1° Le règlement des dommages et réparations de guerre découlant des stipulations des traités de paix ;

2° La reprise du service des coupons et l'amortissement des rentes détenues par les sujets allemands.

Les réparations de dommages de guerre ont été réglées au moyen du paiement par l'Allemagne d'une somme forfaitaire de 75,5 millions de Reichsmark, en échange de laquelle la Roumanie a renoncé à tous les droits que lui conférait le traité de Versailles, sur les biens et les intérêts des sujets allemands en Roumanie. Par cet accord, toutes questions litigieuses entre les deux Etats ainsi qu'entre leurs banques d'émission se trouvent réglées.

La somme de 75,5 millions devait être payée de la façon suivante : 30 millions huit jours après la ratification, 15 millions au 1^{er} avril 1929, 15 millions au 1^{er} avril 1930 et 15 millions au 1^{er} avril 1931.

Le déficit du budget de 1928 ainsi que le besoin de devises de la Banque Nationale, pour maintenir la stabilisation de fait, ont amené le gouvernement roumain à escompter sur la place de Berlin sa créance sur l'Etat allemand.

L'Etat roumain assurera le service des intérêts et amortissements des titres non estampillés suivants : rente intérieure 1889 et rente extérieure 1889 à 1913.

La cote applicable au paiement des coupons et de l'amortissement sera la suivante : pour la rente 4 1/2 % 1913, à partir du 1^{er} avril 1929, un pourcentage allant de 30 % de la valeur nominale en or à 100 % en 1970.

Pour les autres rentes, à partir du 1^{er} avril 1929, un pourcentage allant de 20 % de la valeur nominale or à 50 % en 1970.

Après avoir enfin déblayé le terrain de toutes ces difficultés d'ordre financier, après des négociations qui n'avaient que trop duré, au mois de janvier 1929 on a abouti à la conclusion de l'emprunt de 100 millions de dollars sur les principaux marchés.

En dehors des négociations avec le groupe de banquiers pour l'obtention de l'emprunt de 100 millions de dollars, des négociations furent entreprises avec les banques d'émission des principaux pays et qui aboutirent à l'Accord des banques d'émission.

Cet accord prévoit que lorsque la stabilisation légale sera décrétée, les banques d'émission accorderont à la Banque Nationale un crédit de 25 millions de dollars.

Ce crédit qui sera réparti entre les différentes banques d'émission signataires, servira exclusivement pour les différentes opérations de change de notre Institut d'émission, pour maintenir la stabilisation du leu.

Le crédit sera accordé à la Banque Nationale au moment où la stabilisation légale sera décrétée, sans égard si à ce moment l'emprunt extérieur en vue de la stabilisation sera ou non réalisé.

Les sommes employées pour les différentes opérations

de change devront être restituées à la première occasion, sans que le cours du leur soit influencé.

Par cet accord, en nous assurant le concours des principales banques d'émission, nous nous assurons la maîtrise de notre change par les moyens d'action qui nous étaient mis à la disposition sur les principaux marchés du change.

CHAPITRE III

LA STABILISATION LÉGALE

Une fois l'emprunt conclu, les mesures prises pour assurer l'équilibre du budget et la stabilisation de fait de notre change obtenue pendant une année, nous donnant la preuve que nous étions maîtres du change, il ne restait qu'à procéder à la stabilisation légale.

A cet effet, le gouvernement déposa au Parlement, le 6 février 1928, la loi monétaire accompagnée du programme de stabilisation et de développement économique. La loi monétaire et le programme de stabilisation et de développement économique forment un tout qui fut voté le 7 février 1929.

Le programme de stabilisation comprend quatre chapitres :

1° L'assainissement de la Banque Nationale et ses nouveaux statuts ;

2° Les dispositions relatives au budget et à la trésorerie ;

3° Les dispositions relatives aux chemins de fer ;

4° L'emprunt.

SECTION I. — LA LOI MONÉTAIRE

Le projet primitif de la loi monétaire ne fixait pas la nouvelle valeur du leu. Elle laissait cette détermination au Conseil des ministres qui devait statuer par un journal du Conseil des ministres.

Mais pour éviter que des spéculations ne se produisent sur notre change à cause de la non-détermination du taux de stabilisation, on fixa par voie d'amendement, proposé au Sénat, la valeur de notre monnaie.

Désormais, la valeur du leu sera égale à 10 milligrammes d'or fin, au titre de 9/10. A ce taux, la livre sterling vaut 813,588 lei et le dollar 167,180 lei.

La loi prévoit que le leu sera convertible au siège de la Banque Nationale. La Banque aura le choix de donner en échange des billets, des monnaies d'or, des lingots or ou devises or. La Banque ne convertira qu'un minimum de 100.000 lei.

La couverture imposée à la Banque d'émission est de 35 % du total des engagements à vue. Elle sera constituée en or ou en devises, et l'or devra entrer dans cette couverture dans la proportion minima de 25 % du total des engagements à vue.

Le gouvernement est autorisé à émettre des monnaies divisionnaires de 1, 2, 5, 10 et 20 lei, faites d'un alliage d'aluminium et de nickel. Le total des monnaies divisionnaires en circulation ne devra pas dépasser 3 milliards de lei.

La loi monétaire contient une disposition par laquelle le programme de stabilisation et de développement éco-

nomique est approuvé et charge le gouvernement de faire le nécessaire pour la réalisation de ce programme.

SECTION II. — LE TAUX DE STABILISATION

Une des questions les plus agitées par l'opinion publique fut celle du taux de la stabilisation.

C'était une question qui intéressait chaque individu, chacun voulant prendre une position spéculative favorable. Pour calmer le public, le gouvernement s'est vu, à plusieurs occasions, obligé de donner des communiqués officiels, pour annoncer que le taux de stabilisation serait le plus voisin possible de la stabilisation de fait.

D'abord, il faut dire que le taux de stabilisation ne peut être choisi arbitrairement ; il s'impose par des circonstances qu'on ne doit pas négliger sans courir le risque de voir échouer l'œuvre entreprise.

Quelles sont ces circonstances indicatives du taux de stabilisation ? Il faut distinguer :

Si l'on est dans une période de grandes fluctuations monétaires, le problème n'est pas le même que si l'on stabilise dans une période calme et de stabilité de fait prolongée. Dans ce dernier cas, la stabilisation légale doit confirmer la stabilisation de fait (1). Cette solution s'impose, car la stabilisation de fait prolongée est la meilleure preuve que la valeur de la monnaie à stabiliser correspond aux conditions économiques du milieu auquel cette monnaie sert de moyen d'échange. Il existe encore une

(1) Gaston Jèse, Interview relatif à la stabilisation monétaire en France. *Universul*, 5 mai 1928.

raison pour adopter le cours de stabilisation de fait, car pendant cette stabilisation, il se produit une adaptation des conditions économiques à la valeur de la monnaie stabilisée en fait. On voit par conséquent que stabiliser à un autre taux que celui de la stabilisation de fait signifie ignorer les données de l'expérience et courir les risques de l'inconnu.

Très sagement, le gouvernement roumain s'en est tenu à ces considérations et a fixé le taux de la stabilisation légale un peu, mais très légèrement, plus bas que celui de la stabilisation de fait. Ainsi, au taux de la stabilisation légale, la livre sterling vaut 813,588 lei et le dollar 167,180 lei, tandis que pendant la stabilisation de fait, ils valaient respectivement 807-810 lei et 165,75-166 lei. La différence est minime, environ 7 millièmes.

La raison pour laquelle on a adopté un taux de stabilisation légèrement plus bas que celui de la stabilisation de fait est qu'on a voulu s'assurer une soupape de sûreté contre tous risques. Au taux de stabilisation adopté, il résulte un léger gain pour les détenteurs de devises étrangères qui auront intérêt à échanger les devises contre les lei. Ainsi cela amènera un afflux de devises étrangères sur notre marché.

A cette considération, il faut encore ajouter le fait que le taux adopté de 10 milligrammes or pour le leu est un chiffre rond, ce qui facilitera les calculs.

Dans l'hypothèse des fortes fluctuations du change, le problème du taux de stabilisation est beaucoup plus difficile.

On a proposé différents indices pour le choix du taux

de stabilisation : le chiffre total de la circulation monétaire par tête d'habitant, le rapport de la couverture métallique au total de la circulation, la charge que représenterait la dette publique au taux adopté, l'égalité des prix intérieurs et des prix extérieurs.

Le chiffre de la circulation en monnaie or par tête d'habitant est un indice arbitraire. Par exemple, en Roumanie, en 1914, la circulation par tête d'habitant était de 84 lei or ; par conséquent le taux de stabilisation devrait être tel que la circulation actuelle par tête d'habitant soit égale à 84 lei or. Mais ces calculs ne tiennent pas compte de la hausse continue de la circulation. Si l'on voulait en tenir compte, comment s'y prendre pour ne pas tomber dans l'arbitraire ?

Le rapport de la couverture métallique au total de la circulation est fonction du taux de stabilisation ; plus le taux de stabilisation est bas, plus le rapport de la couverture métallique au total de la circulation devient fort et vice-versa. On devra par conséquent choisir le taux de stabilisation de telle façon que la couverture métallique soit dans la proportion voulue.

Cet indice tient compte seulement des possibilités d'assurer la convertibilité de la monnaie et ne se soucie aucunement des troubles qu'un taux de stabilisation mal choisi peut apporter à l'économie nationale et aux échanges internationaux.

La dette publique est de deux sortes : la dette en monnaie nationale, la dette publique payable en monnaie étrangère. Seule la première est influencée par le taux de stabilisation. Si le taux de stabilisation est trop haut,

la dette payable en monnaie nationale peut peser trop lourdement et dépasser la faculté contributive du pays. Par conséquent, le taux de stabilisation devra être choisi de telle façon que la charge de la dette publique ne dépasse pas la faculté contributive du pays et ne constitue pas une charge trop lourde.

Ceux qui veulent que le taux de stabilisation soit fixé de manière à ce que les prix extérieurs soient égaux aux prix intérieurs, ont en vue de la réalisation de la parité des pouvoirs d'achat, ce qui a pour effet de ne pas troubler les échanges internationaux.

Tous ces indices, pris à part, nous paraissent insuffisants, chacun se plaçant à un point de vue particulier et, par conséquent, n'étant pas de nature à embrasser la complexité de la vie économique.

Ce qu'il faut, c'est tenir compte de toutes ces indications, fixer le taux de stabilisation par tâtonnements ; expérimenter d'abord ce taux par la stabilisation de fait. C'est la meilleure garantie contre les risques que peut entraîner un taux de stabilisation mal choisi.

SECTION III. — LA BANQUE NATIONALE ET LA STABILISATION MONÉTAIRE

En ce qui concerne notre Institut d'émission, le programme de la stabilisation se propose avant tout de rétablir la Banque Nationale dans ses fonctions de banque d'émission. Celles-ci consistent à assurer la convertibilité des billets, à être la gardienne de notre monnaie et de sa couverture et à coordonner et orienter la vie économique.

Les dispositions du programme de stabilisation relatives à notre institut d'émission peuvent être groupées en quatre catégories :

- 1° Les dispositions relatives à l'émission ;
- 2° Les dispositions relatives à l'indépendance de la Banque Nationale ;
- 3° Les dispositions relatives à la liquidité du portefeuille de la Banque Nationale ;
- 4° Les dispositions relatives aux opérations que la Banque peut pratiquer.

§ 1. — DISPOSITIONS RELATIVES A L'ÉMISSION.

La stabilisation de notre monnaie a été faite en prenant pour base de notre système monétaire l'étalon d'or. Le leu a été défini en fonction d'une quantité de métal jaune. Le rapport fixé par la loi monétaire est de un leu égale 10 milligrammes d'or fin, au titre de 9/10.

La monnaie roumaine est convertible à vue au siège de la Banque Nationale, à Bucarest. La Banque Nationale peut rembourser à son choix les billets présentés à la convertibilité en monnaies d'or, en lingots d'or ou en devises étrangères, la cession de ces devises ne pouvant être faite qu'à un prix qui ne pourra pas dépasser la parité théorique fixée par la loi monétaire, auquel on ajoutera les frais de transport de l'or.

La Banque est tenue d'assurer la convertibilité de ses billets en quantité illimitée, mais personne ne sera autorisé à se présenter et à demander le remboursement d'une somme inférieure à 100.000 lei. Nous pensons que cette

dernière disposition n'est pas heureuse. « Mettre de l'ordre dans la circulation, cela n'est pas seulement inutile, mais dangereux. Il y a des chances pour que l'or mis en circulation soit thésaurisé et qu'ainsi une partie des stocks d'or soit éparpillée dans des cachettes privées. Le rôle de l'or est de servir de base à tout système de moyens de règlement ; il a son maximum d'utilité dans les caves de la Banque d'émission, il est pour celle-ci un instrument de défense économique, qu'elle met au service de l'intérêt national » (1).

Il est vrai que les restrictions mises à la convertibilité (le minimum convertible et la possibilité de donner des lingots d'or en échange des billets) tend à restreindre la circulation intérieure, mais il aurait mieux valu que la convertibilité ne fonctionnât que dans la mesure des besoins d'échange avec l'étranger. Ce que nous aurions désiré, c'est que notre système d'émission fût celui du Gold Exchange Standard, car « c'est le système le plus moderne et le plus économique, c'est celui qui nous permet, avec un stock limité de métal jaune, d'établir le plus solidement un système monétaire sur la base de l'or, en réservant à ce métal son rôle propre de monnaie internationale » (2).

La Banque Nationale est obligée par ses statuts de garder une réserve d'or et de devises étrangères convertibles en or se montant au moins à 35 % du total des

(1) Henri Truchy. Cours d'économie politique, III. Ed. Paris, Sirey, 1927, vol. I, page 363.

(2) Bertrand Nogaro. La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains. Paris, Siard, 1924, page 18.

engagements à vue, 25 % de ces engagements devant être couverts avec de l'or en caisse ou en dépôts libres à l'étranger.

Le système adopté pour la couverture métallique est celui d'un rapport fixe entre la couverture métallique et le total de la circulation. On a souvent reproché à ce système de n'être pas assez élastique, mais ces critiques étaient d'ordre purement théorique, car la pratique a prouvé qu'il n'en était pas de meilleur.

Le rapport entre la couverture métallique et le total des engagements adopté par la plupart des pays varie entre 30 % et 40 %. La Roumanie n'a fait que se conformer à cet usage en fixant le rapport de la couverture métallique à 35 %. L'or que la Banque Nationale possédait au 31 décembre 1928 s'élevait à 157 millions de lei or dans ses caisses, et 98 millions en dépôts libres à l'étranger, soit un total de 255 millions de lei or. La réévaluation de cette encaisse donne environ 8 milliards de lei actuels. Par rapport au total de la circulation, 21.211 millions, le poste le plus important des engagements à vue, l'or seul représente une proportion de 38 %.

A cet or vient s'ajouter le produit total net de l'emprunt en devises qui sera versé à la Banque Nationale, laquelle en inscrira la contre-valeur en lei dans les comptes spéciaux correspondant aux divers emplois donnés à cet emprunt. Dans ces conditions, la Banque d'émission possédera, au lendemain de la reprise de la convertibilité, une solide couverture, ce qui est la meilleure condition pour la stabilité de notre change.

Dans le premier bilan général publié le 30 juin 1929

par la Banque Nationale, après l'opération de la stabilisation, la couverture métallique se présentait ainsi :

Or	{ dans le trésor	5.099.543.445
	{ à l'étranger	3.591.974.481
TOTAL.....		8.691.517.926
Devises		1.907.242.950
TOTAL stock		10.598.760.876
TOTAL des engagements à vue....		26.453.345.339

Le rapport entre l'or et le total des engagements à vue est de 32,86 %, et entre le total de la couverture et le total des engagements 40,06 %. La Banque Nationale possédait par conséquent encore une marge assez importante pour l'émission qui allait en s'élargissant au fur et à mesure de la rentrée des devises provenant de l'emprunt. Le 31 décembre 1929 le stock métallique se présentait ainsi :

Or	{ dans le trésor	5.099.543.445
	{ à l'étranger	3.591.974.481
TOTAL.....		8.691.517.926
Devises		6.745.413.715
TOTAL stock métallique		15.930.774.045
TOTAL des engagements à vue....		30.514.917.455

Le rapport entre l'or et les traites constituant la cou-

(1) Provenances de l'emprunt de stabilisation.

verture et la totalité des engagements à vue est respectivement de 30 % et 52 %.

Grâce à cette forte réserve métallique, notre monnaie est mise à l'abri de tout danger, et nous pouvons espérer traverser sains et saufs la crise d'adaptation qui suivra la stabilisation légale.

A ce groupe de dispositions, on peut rattacher la nomination auprès de la Banque Nationale d'un conseiller technique, les fonctions de ce conseiller se référant surtout à la fonction monétaire de notre Institut d'émission.

Ce conseiller prendra part à toutes les séances du Conseil d'administration et du Comité de direction de la Banque et aura voix consultative à toutes les questions relatives à la stabilisation.

§ 2. — DISPOSITIONS RELATIVES A L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE NATIONALE

C'est un principe bien connu que l'indépendance de la banque d'émission est une condition nécessaire à l'accomplissement de sa fonction économique. L'influence des gouvernements, surtout des gouvernements démocratiques est toujours fâcheuse, car dans leurs actions, les gouvernements sont surtout inspirés par des considérations politiques plutôt que par des considérations économiques.

L'indépendance de la banque d'émission sert non seulement à la monnaie, mais aussi aux finances de l'Etat, celui-ci pouvant, en cas de besoin, être aidé par le crédit dont jouit la banque d'émission, grâce à son indépendance.

C'est pour garder la banque d'émission d'avoir à se plier aux servitudes de la politique que la plupart des banques d'émission sont constituées sous la forme de sociétés privées.

Mais une banque d'émission n'est pas purement une entreprise privée, même si elle est fondée et administrée par des particuliers. Toutes les banques d'émission ont des liens avec l'Etat. Elles sont chargées de deux fonctions, l'une monétaire : garder le stock métallique et assurer la stabilité de la monnaie par la convertibilité ; l'autre économique : coordonner et orienter le marché de l'escompte. Par ces fonctions, la banque d'émission accomplit un service d'ordre public et par conséquent l'Etat ne peut pas s'en désintéresser. C'est pour cela que tous les Etats exercent un contrôle plus ou moins étendu sur leurs banques d'émission.

Voyons maintenant par quels moyens le programme de stabilisation se propose de renforcer l'indépendance de la Banque Nationale.

La loi constitutive de la Banque Nationale de 1880, ainsi que la Convention relative à la prolongation du privilège de la Banque Nationale et la modification de certains articles de ses statuts, du 19 mai 1925, consacrent le principe de la participation de l'Etat au capital de la Banque Nationale, en proportion de 1/3. Ce principe a été adopté comme une conciliation entre les deux principes existants, celui de la banque d'Etat et celui de la banque d'émission, banque privée.

La nouvelle organisation de la Banque Nationale renonce à ce principe. Afin de donner à notre Institut

d'émission toutes les garanties d'indépendance, il est prévu que la part de l'Etat et de ses entreprises dans le capital de la Banque Nationale ne pourra pas dépasser 10 %. Dans ce but, les actions de la Banque Nationale détenues par l'Etat ou par ses entreprises seront réparties au public en séries successives.

Considérant que les droits de l'Etat dans les assemblées générales étaient réduits à cent voix, et que la majorité des administrateurs de la Banque Nationale étaient élus par l'assemblée générale des actionnaires, on peut penser que la mesure ci-dessus est un peu exagérée, la Banque possédant, sous l'ancien régime, toute l'indépendance nécessaire à son fonctionnement.

Une autre disposition, tendant à accroître l'indépendance de la Banque envers l'Etat, a trait à l'administration de la Banque.

La Banque Nationale accomplissant une fonction d'ordre monétaire et une fonction économique comme nous l'avons indiqué, elle accomplit une fonction publique, et c'est pour cette raison que l'Etat a ses représentants dans le Comité directeur de la Banque Nationale.

La nouvelle organisation de notre Institut d'émission, pour augmenter l'indépendance de la Banque Nationale, renforce la supériorité numérique des administrateurs élus par l'assemblée générale.

Sous l'ancienne organisation, celle de la Convention du 19 mai 1925, il était prévu que notre Institut d'émission serait dirigé par un gouverneur nommé par l'Etat et huit directeurs dont cinq élus par l'assemblée générale des actionnaires et trois nommés par le gouvernement,

ainsi que par sept censeurs, quatre élus par l'assemblée générale et trois nommés par l'Etat ayant surtout des attributions de contrôle.

La nouvelle organisation prévoit que la Banque sera dirigée par un gouverneur nommé par l'Etat et dix administrateurs dont trois seulement nommés par l'Etat, le reste étant élu par l'assemblée générale. Deux de ces membres seront élus : l'un d'après une liste présentée par l'Union des Chambres de commerce et de l'industrie, et l'autre d'après une liste présentée par l'Union des Chambres d'agriculture. Le nombre de censeurs et leur qualité reste le même.

Il faut révéler la nouvelle conception introduite dans la conduite de la Banque Nationale. Les nouveaux statuts prévoient un nouvel organisme, le comité exécutif qui est formé par le gouverneur et quatre administrateurs-délégués, dont un choisi parmi les administrateurs nommés par l'Etat. Ce comité est, comme son nom l'indique, l'organe d'exécution de la Banque, celui qui a la gestion journalière des affaires et qui assiste le gouverneur dans l'accomplissement de sa mission.

§ 3. — DISPOSITIONS RELATIVES A LA LIQUIDITÉ DU PORTEFEUILLE DE LA BANQUE NATIONALE

La banque d'émission devant, à tout moment, assurer la convertibilité de la monnaie est la gardienne du stock d'or qu'elle possède.

Avant la guerre on considérait cette tâche comme essentielle et les banques défendaient les encaisses métalliques par des mouvements appropriés du taux de l'escompte,

augmentant le taux de l'escompte lorsque la demande de crédits ou d'or augmentait et diminuant le taux d'escompte dans le cas contraire.

Après la guerre, est apparue une nouvelle conception de la politique des banques d'émission (1). La banque d'émission n'est plus considérée comme une simple gardienne du stock métallique, sa mission est plus vaste, elle doit chercher à maintenir la stabilité des prix.

La banque d'émission doit par conséquent dominer non seulement le marché monétaire, avoir le contrôle de l'argent à court terme, mais aussi le marché des marchandises tendant à stabiliser les prix. « Par le moyen du crédit, elle devrait régler le mouvement général des affaires du pays et discipliner ce mouvement, lui fixer les limites qu'il ne doit pas dépasser et au-dessous desquelles il ne doit pas descendre, de manière que le niveau général des prix qui en dépendent demeure proche de ceux que la banque tiendrait pour son niveau normal » (2).

Pour que la banque d'émission puisse remplir ces deux missions, garder le stock métallique et contrôler le marché des marchandises, elle doit pouvoir agir sur le crédit au moyen du taux de l'escompte. Pour que la politique du taux d'escompte donne tous les résultats qu'on attend d'elle, il faut que le portefeuille de la banque d'émission ait toute la liquidité nécessaire. Par conséquent, toute réforme de la Banque Nationale tendant à

(1) Albert Aftalion, *Monnaie et industrie*, Paris, Sirey, 1929, pages 76 et suiv.

(2) Albert Aftalion, *Idem*, page 81.

la rétablir dans ses fonctions devrait commencer par lui assurer la liquidité de son portefeuille, en la débarrassant de ses créances à long terme et de ses créances présentant une solvabilité douteuse.

D'abord, la créance de la Banque Nationale sur l'Etat devrait être réduite le plus possible. Dans ce but, la totalité du fonds de liquidation des émissions faites pour l'Etat, fonds créé par la Convention du 19 mai 1925 et s'élevant à 3.100 millions de lei, ainsi que la plus-value représentant la réévaluation de l'encaisse métallique s'élevant approximativement à 8.000 millions de lei seront affectés à l'extinction de la dette de l'Etat à la Banque Nationale. Le total de cette dette était d'environ 15 milliards de lei, dont 10.700 millions représentant les anciennes avances, 3.300 millions figurant dans les comptes courants de la Banque Nationale, et 1 milliard environ garanti par la Banque pour des engagements de l'Etat.

De cette façon, le solde créditeur de l'Etat à la Banque Nationale, après cette opération, est de 4 milliards. Ce solde débiteur de l'Etat sera maintenu à titre provisoire dans le bilan de la Banque d'émission, comme ne présentant pas d'inconvénients pour la liquidité du portefeuille de notre Institut d'émission.

Une provision d'un milliard de lei sera conservée par la Banque Nationale jusqu'à l'échéance des engagements de l'Etat garantis par la Banque Nationale.

Pour éliminer du portefeuille de la Banque Nationale les effets ayant une échéance trop éloignée et qui figurent

encore dans son portefeuille, l'Etat remettra à la Banque Nationale :

a) La contre-valeur d'une somme de 10 millions de dollars, prélevée sur le produit de l'emprunt.

b) Les bénéfices résultant du remplacement d'une partie des petites coupures en circulation par des pièces métalliques au fur et à mesure de leur réalisation. L'émission des monnaies divisionnaires est prévue pour un montant de trois milliards de lei. Tenant compte de ce que la monnaie de billon aujourd'hui en circulation s'élève à 400 millions de lei, l'opération proposée permettra de retirer de la circulation une somme de petites coupures s'élevant à 2.400 millions de lei.

c) La provision d'un milliard gardée par la Banque Nationale, comme couverture de la garantie donnée par la Banque pour l'Etat, dans la mesure où cette garantie deviendra libre.

La totalité de ces sommes, 4-5 milliards de lei, sera employée à l'achat par l'Etat du portefeuille de la Banque Nationale qui présente une liquidité insuffisante, en commençant par les effets qui présentent la plus grande immobilisation. A mesure que ces créances seront acquittées par l'Etat, elles seront retirées du portefeuille de la Banque Nationale, et versées par la Banque au compte de l'Etat. Les gains provenant de cette opération seront affectés aux dépenses d'investissement de nos chemins de fer.

La Banque Nationale sera remboursée immédiatement de la majorité des avances qu'elle a consenties aux différents organes de crédit : les Banques populaires, Centrale des coopératives, le Crédit industriel.

A cet effet, l'Etat attribue à ces institutions une dotation représentant la contre-valeur de 15 millions de dollars. Cette dotation accordée par l'Etat aux institutions indiquées servira à rembourser la Banque Nationale de la plupart des avances consenties à ces institutions, substituant ainsi comme créancier l'Etat à la Banque Nationale.

En échange des sommes reçues de l'Etat, les institutions sus-mentionnées remettront à l'Etat des obligations produisant des intérêts et qui seront remboursées aussitôt que la situation permettra à ces organismes de recourir aux crédits à long terme et qui seront amortis, en tout cas, avant l'échéance de l'emprunt international.

Le reste des avances de la Banque à l'Etat, c'est-à-dire 4 milliards de lei, seront représentés par des bons du Trésor, que la Banque aura la faculté de mobiliser alors que les conditions du marché permettront ce placement.

Ce reste sera amorti progressivement avec les ressources suivantes :

a) Les intérêts du portefeuille géré par la Banque en dehors du bilan pour le compte de l'Etat et les intérêts des obligations remises à l'Etat par les institutions de crédit que nous avons citées, en échange des dotations à elles consenties par l'Etat, après qu'auront été prélevées les sommes nécessaires pour le service des bons du Trésor éventuellement placés sur le marché.

b) La part de l'Etat dans les bénéfices de la Banque d'émission, en tant qu'actionnaire et en tant que cessionnaire de son droit régalien, le privilège de l'émission.

c) Les revenus des fonds disponibles déposés par le Tré-

sor, soit dans son compte courant, soit dans le compte spécial de l'emprunt.

d) Toutes les sommes récupérées du dépôt d'or et des billets de Moscou.

La Banque Nationale, possédant quelques créances, lesquelles n'étaient pas aptes à servir comme couverture de la circulation, et surtout quelques créances litigieuses sur l'étranger et sur notre marché, ces créances seront dès maintenant amorties jusqu'à la concurrence de 1.900 millions de lei, grâce à quelques réserves sagement accumulées par notre Institut d'émission. Ces créances continuent à figurer dans le bilan de la Banque Nationale *pro memoria*.

Les transformations survenues dans la structure des principaux postes de l'actif et du passif de la Banque Nationale au 7 février, date de la réévaluation du stock métallique, et au 9 mars, date de la ventilation du portefeuille, peuvent être suivies dans le tableau suivant (1) :

(1) *Bulletin d'information de l'Office d'études financières auprès du ministère des Finances*, N^{os} 1-2, 1929, page 40.

BILAN DE LA BANQUE NATIONALE *(en millions de lei)*

ACTIF	au 26 janv.	au 7 février	au 9 mars
Or, lingots et monnaies (en Roumanie)	157,3	8.259,»	5.011,2
Or libre à l'étranger....	94,8	»	3.264,1
Or en dépôt à Moscou..	315,2	»	»
Rente roumaine or.....	4,2	»	»
Bons du Trésor.....	6.624,»	»	»
Devises or.....	»	»	3.654,5
Autres devises.....	»	»	1.659,8
Portefeuille roumain et étranger.....	9.232,6	9.136,3	7.108,5
Emprunts sur effets pu- blics, warrants, etc...	953,7	958,»	962,5
Centrale des Banques Po- pulaires	1.589,1	1.399,»	»
Centrale des Coopératives de production et de consommation	400,»	400,5	»
Caisse d'emprunts sur ga- ges aux aviculteurs..	224,6	224,9	»
Dette de l'Etat.....	10.679,»	4.000,»	4.000,»
Comptes courants	2.442,»	2.845,3	»
Avances temporaires au Trésor.....	»	»	1.700,»
Effets publics.....	251,5	574,3	580,8
Comptes de valeurs.....	1.175,»	117,5	»
Effets et avances à rem- bourser par l'Etat (pos- te créé le 9 mars).....	»	»	4.180,»
Comptes divers.....	1.171,5	1.129,4	»
Totaux. ...	35.833,»	29.538,2	37.062,»

BILAN DE LA BANQUE NATIONALE (*en millions de lei*)

PASSIF	au 26 janv.	au 7 février	au 9 mars
Capital social..	100,»	100,»	600,»
Fonds de réserve.....	267,»	267,»	267,3
Fonds d'amortissement..	302,2	302,2	302,2
Fonds de retraites, secours, assistance au personnel.....	95,3	100,6	102,»
Billets en circulation....	20.135,»	31.670,»	21.520,»
Comptes-courants,dépôts à vue ou autres exigibilités	1.473,»	3.240,»	11.694,9
Comptes divers.....	3.364,»	2.155,»	4.464,4
Ministère des Finances, fonds de liquidation.	3.149,2	3.377,3	»
Totaux.....	<u>35.833,7</u>	<u>29.538,2</u>	<u>36.962,»</u>

A la suite de cette opération, la plus grosse partie de la dette de l'Etat étant éteinte, les créances litigieuses amorties et les créances immobilisées acquittées, la situation de la Banque Nationale se trouve assainie et son portefeuille rendu liquide.

§ 4. — DISPOSITIONS RELATIVES AUX OPÉRATIONS
DE LA BANQUE NATIONALE.

Il ne suffit pas d'avoir remis la Banque Nationale en mesure d'accomplir sa double fonction, monétaire et économique, mais il faut empêcher que la Banque Nationale ne retombe dans les erreurs du passé, erreurs qui n'ont pas pu être évitées, d'ailleurs.

La meilleure façon d'assurer le fonctionnement normal de la Banque d'émission est de réglementer les opérations que la Banque peut pratiquer. A cet effet, les nouveaux statuts de la Banque d'émission prévoient une série de mesures pour empêcher l'immobilisation du portefeuille et de limiter les avances que la Banque Nationale peut consentir à l'Etat.

Les opérations que la Banque peut effectuer sont les suivantes :

a) Escompter ou acheter des effets ayant comme objet des opérations commerciales.

b) Escompter des bons du Trésor à courte échéance présentés par des particuliers ou des Société privées, jusqu'à la concurrence de 20 % de son capital.

c) Le commerce des métaux et monnaies d'or et d'argent, ainsi que des devises, la tenue de comptes à l'étranger, l'obtention de crédits à l'étranger et leur utilisation pour les opérations énoncées.

d) L'encaissement d'effets et d'autres documents remis par des particuliers, sociétés ou établissements, la participation à la constitution et à la gestion des caisses de compensation.

e) Avances sur lingots et monnaies d'or.

f) Recevoir des sommes en dépôts et comptes courants sans que celles-ci produisent d'intérêts. Recevoir en dépôts, des titres, des métaux précieux et des monnaies d'or et d'argent.

g) L'escompte des warrants libérés conformément à la loi des docks ou ayant trait aux marchandises déposées dans les entrepôts existants ou créés en vertu d'une loi

spéciale, dans la limite et la forme déterminées par des conventions qu'on conclura avec ces entrepôts.

h) Les avances en comptes courants ou à courte échéance sur dépôts d'effets publics, sur lettres de gages ou autres obligations garanties par l'Etat ou émises par les établissements et institutions soumises au contrôle de l'Etat, dans des limites et conditions qui seront fixées périodiquement par le Conseil d'administration de la Banque, avec la réserve que la somme totale de ces avances ne dépassera pas 20 % du portefeuille commercial de la Banque.

La Banque Nationale ne peut escompter que des effets ayant trois signatures solvables et à une échéance maximum de 100 jours. Cette disposition est une mesure qu'on trouve dans les statuts de toutes les banques d'émission. Elle est édictée évidemment dans l'intérêt de la liquidité du portefeuille.

Mais la Roumanie, pays agricole, a besoin, pour les nécessités de l'agriculture, de crédits à un terme plus long, égal au moins au temps nécessaire à la production agricole. Comme notre pays est dépourvu d'une institution de crédit agricole, satisfaisant aux besoins de notre agriculture, les nouveaux statuts — et ici c'est leur innovation — permettent à la Banque Nationale d'escompter, jusqu'à concurrence de 25 % de son portefeuille, des effets ayant une échéance supérieure à 100 jours, mais ne pouvant dépasser neuf mois, à condition que ces effets représentent des opérations d'ordre économique faites par des agriculteurs dans l'exercice de leur profession.

La Banque pourra acheter des fonds publics roumains

ou lettres de gage, ou d'autres valeurs à revenus fixes garantis par l'Etat jusqu'à concurrence du capital social et du fonds de réserve.

La Banque ne peut contracter des emprunts que sous la réserve des dispositions de l'art. 20, alinéa C. (1). Elle ne peut consentir des emprunts, soit sur hypothèques, soit sur actions ou valeurs à revenus fixes, en dehors de ceux qu'énumère l'art. 20, alinéa H (2), ni acheter ses propres actions.

Elle ne pourra participer ni directement, ni indirectement à aucune entreprise industrielle ou commerciale, à l'exception de celles qui ont pour objet la fabrication des billets de banque, ni faire aucun commerce en dehors de celui des métaux précieux.

Exceptionnellement, la Banque est autorisée à maintenir sa participation à la Société nationale de crédit industriels tant qu'elle jugera celle-ci indispensable. La Banque Nationale ne pourra acheter d'autres propriétés immobilières, que celles nécessaires à son fonctionnement.

Dans le but de faciliter la couverture des dépenses publiques, au commencement de chaque année, la Banque Nationale est autorisée à consentir à la trésorerie des avances temporaires jusqu'au maximum de 2 mil-

(1) La Banque Nationale ne peut contracter des emprunts que pour le commerce des métaux et monnaies d'or et d'argent et pour le commerce des devises.

(2) Les emprunts que la Banque peut consentir doivent être garantis avec des effets publics nationaux, lettres de gage ou d'autres obligations garanties par l'Etat ou émises par des établissements et institutions soumises au contrôle de l'Etat.

liards de lei. Ces avances devront être remboursées dans le cours du 2^e semestre de chaque année et, en aucun cas, ne pourront être prorogées d'une année à une autre. Ces avances ne produiront pas d'intérêts.

SECTION IV. — LE BUDGET ET LE TRÉSOR

Pour assurer la stabilisation, il est nécessaire de maintenir l'équilibre budgétaire. Le déficit du budget, nous le répétons, n'est pas par lui-même une cause de trouble monétaire. Mais, s'il n'est pas par lui-même une cause de trouble monétaire, il n'en est pas moins vrai que presque toutes les crises monétaires ont été déclanchées par les émissions des banques d'émission, faites dans le dessein de couvrir les déficits des budgets des pays respectifs. Ainsi déficits budgétaires et inflation sont devenus synonymes.

L'équilibre budgétaire doit être maintenu parce qu'il contient une menace d'inflation et surtout parce qu'il peut avoir une forte influence psychologique et ébranler la confiance dans la monnaie d'un pays ayant un budget déficitaire.

« Même après que la stabilisation légale est enfin devenue une réalité, il ne faut pas oublier l'importance du facteur psychologique, la nécessité de maintenir cette confiance sans laquelle et à cause de la mobilité des capitaux, toute politique de stabilisation demeurerait œuvre vaine » (1).

(1) Albert Aftalion. *Monnaie et industrie*, Paris, Sirey, 1929, page 10.

Le programme de stabilisation prévoit une série de mesures afin d'empêcher que l'équilibre budgétaire soit rompu. Ces mesures se réfèrent à la préparation du budget, à l'engagement des dépenses, à l'encaissement des revenus, au mouvement des fonds, à la gestion des services industriels et à l'administration du domaine de l'Etat, à la création d'un fonds de roulement et à l'institution d'un contrôle de la gestion financière de l'Etat par le moyen de la publicité.

I. La préparation du budget. — Les mesures relatives à la préparation du budget ont pour but de renforcer la responsabilité du ministre des finances, en ce qui concerne l'élaboration du budget :

a) Le ministre des finances, seul responsable de l'équilibre budgétaire, préparera seul le budget d'après les propositions de dépenses des autres membres du cabinet. Ces dispositions ont l'avantage d'assurer à la préparation du budget une unité de direction remarquable et de nature à favoriser l'équilibre.

b) Les députés ne pourront proposer ni des crédits nouveaux, ni l'augmentation des crédits proposés par le gouvernement. Cette mesure, copiée sur les usages du Parlement britannique, restreint la tendance des Parlements démocratiques à demander toujours de nouveaux services de l'Etat et à augmenter les dépenses en menaçant par là l'équilibre budgétaire.

c) Si des crédits supplémentaires deviennent nécessaires pendant l'exercice, le ministre des finances demandera au Parlement de créer les revenus nécessaires pour faire face à ces crédits.

d) On ne pourra pas disposer des excédents budgétaires avant la clôture de l'exercice, mesure logique qui est imposée par le bon sens.

II. *L'engagement et l'ordonnancement des dépenses.* —

Le principe qui régit ces dispositions est qu'on ne peut engager aucune dépense au-delà des limites des crédits budgétaires. C'est le principe du respect du budget. Il empêche les déficits budgétaires que pourraient entraîner les dépenses engagées hors des prévisions budgétaires.

Pour rendre ces dispositions efficaces, il est prévu que chaque ministère sera pourvu d'un contrôleur des engagements de dépenses, nommé par le ministre des Finances, d'accord avec la Haute Cour des comptes, et indépendant de l'Etat.

Le contrôle de cet organe nouvellement créé est assuré par la disposition qui édicte qu'aucun acte donnant lieu à une dépense ne pourra être soumis à la signature du ministre respectif ou de son délégué, sans qu'il soit signé préalablement par le contrôleur des engagements des dépenses.

Nous pensons que le programme de stabilisation aurait été mieux inspiré s'il avait rendu les contrôleurs des engagements des dépenses complètement indépendants de l'Etat, comme c'est le cas en Angleterre où le Comptable and Auditor general est un fonctionnaire inamovible et agissant au nom du Parlement. De cette façon, on aurait rendu le contrôle de ces fonctionnaires plus efficace.

III. *Encaissement des revenus.* — Ces mesures ont deux

buts : rendre le contrôle du Parlement effectif et assurer la rentrée des impôts.

Le contrôle du Parlement est rendu effectif par l'obligation qui est imposée au ministre des Finances de prévoir dans le budget tous les revenus.

La rentrée régulière des impôts est assurée par la responsabilité personnelle des organes chargés de la perception des impôts.

IV. *Mouvement des fonds.* — Pour centraliser tous les mouvements de fonds et donner une image fidèle de l'application du budget, il est créé au ministère des Finances une direction du mouvement général des fonds, qui sera chargée de surveiller le fonctionnement régulier des fonds de roulement et de centraliser tous les mouvements de fonds.

V. *Gestion des services industriels et administration du domaine de l'Etat.* — C'est un fait si connu que l'Etat est un mauvais administrateur, que nous nous dispenserons de donner tous les arguments qu'on fait valoir à l'appui de cette affirmation.

Tenant compte du manque d'aptitudes de l'Etat à administrer et pour simplifier l'administration financière du gouvernement, il est prévu que tous les services industriels et les services d'exploitation des domaines de l'Etat recevront une organisation commerciale, étant dotés d'une gestion indépendante et avec une responsabilité financière propre.

VI. *L'exécution du budget.* — L'exécution d'un budget, surtout d'un budget de pays agricole, présente au com-

mencement de l'année, une période pendant laquelle les dépenses dépassent les recettes. Pour remédier à cet inconvénient, il a été créé un fonds de roulement au ministère des Finances pour une somme d'un montant égal à la contre-valeur de 11 millions de dollars, qui seront prélevés sur l'emprunt contracté par l'Etat à l'étranger.

En dehors de ce fonds de roulement, la Banque Nationale sera autorisée à ouvrir au Trésor un compte courant jusqu'à concurrence de 2 milliards de lei sous forme d'avances temporaires qui devront être remboursées avant la fin de l'année.

Si les conditions du marché intérieur le permettent, le gouvernement a la faculté d'émettre des bons du trésor à échéance ne dépassant pas une année et dont le montant total en circulation ne pourra à aucun moment dépasser 2 milliards de lei.

Par ces mesures, on a écarté le recours du gouvernement aux émissions de la Banque Nationale pendant les périodes de déficit temporaire nécessairement liées à toute exécution d'un budget. Ce recours étant limité aux 2 milliards d'avances temporaires dont nous venons de parler ne présente aucun péril d'inflation monétaire.

VII. *Contrôle de la gestion financière.* — Pour rendre efficace le contrôle de l'opinion publique sur la gestion financière du gouvernement, il est prévu que le ministère des Finances publiera régulièrement et au moins une fois par mois un tableau général de la situation des finances et du Trésor.

SECTION V. — LES CHEMINS DE FER

La meilleure protection de la stabilisation monétaire contre tous risques est l'essor de la production. En période d'essor économique, les impôts rentrent abondamment, les recettes augmentent, la balance des comptes devient de plus en plus favorable. Tous ces phénomènes sont de nature à rendre la stabilisation monétaire définitive.

Une des conditions nécessaires au développement de la production est certainement une bonne organisation des transports. C'est par les transports qu'on peut mettre en valeur toutes les richesses d'un pays et obtenir le meilleur rendement des forces productives.

A ce point de vue, nos chemins de fer étaient insuffisants pour le trafic et ils ne correspondaient pas aux courants d'échange de notre pays. Nos chemins de fer se composent de trois réseaux distincts : celui de l'ancien royaume ayant comme centre Bucarest, celui de Transylvanie et de la Boukovine, convergeant vers Vienne, et celui de Bessarabie, convergeant vers Kiew et Odessa.

Ces situations étaient dues au fait que la Transylvanie et la Boukovine avaient appartenu avant la guerre à l'Autriche-Hongrie, et la Bessarabie avait appartenu à la Russie.

Par conséquent des voies de raccordement sont nécessaires pour lier ces trois réseaux distincts.

En dehors de ces besoins, l'insuffisance de nos chemins de fer imposait de construire de nouvelles lignes et de doubler les anciennes.

Pour satisfaire à ces besoins urgents, le programme de

stabilisation prévoit un programme de travaux à effectuer, établi par un expert français, M. Leverve.

Ce programme comprend :

1° Réfection des voies sur une longueur de 1.400 kilomètres. Le matériel récupéré par ce remplacement sera employé à la construction de 300 autres kilomètres ;

2° Le doublement des lignes sur 244 kilomètres ;

3° Installations d'appareils de signalisation et de sûreté ;

4° Consolidation et reconstructions des ponts ;

5° Agrandissement des gares ; construction de nouvelles gares de triage ;

6° Extension des réseaux téléphonique et télégraphique ;

7° Installations du service de traction, dépôts, alimentation d'eau ;

8° Extension des ateliers de réparations du matériel roulant ;

9° Amélioration du matériel roulant ;

10° Augmentation du matériel roulant.

Toutes les dépenses de ce programme s'élèvent à 12 milliards de lei environ. En dehors de ce programme, on a établi un programme de construction de nouvelles lignes, dont une partie est déjà en cours d'exécution. Cette deuxième partie du programme nécessite encore une dépense de 9 milliards de lei. C'est-à-dire qu'au total le programme de travaux concernant les chemins de fer nécessitera 21 milliards de lei.

Le gouvernement affectera aux chemins de fer les ressources extraordinaires dont il disposera. En vertu de ces

dispositions, sera affecté à ces travaux, sur le produit de la première tranche de l'emprunt international, la contre-valeur de 35 millions de dollars (5.775 millions de lei). En dehors de ces allocations les chemins de fer recevront encore les sommes suivantes :

1° Les sommes qui seront restituées à l'Etat par la mobilisation des avances consenties par lui à la Société nationale de crédit industriel, aux Banques populaires et Coopératives, à titre d'emprunt ;

2° Le produit de la liquidation du portefeuille géré par la Banque Nationale en dehors du bilan pour le compte de l'Etat ;

3° Une partie de la contre-valeur en lei des sommes reçues de l'Allemagne, en vertu de l'accord de novembre 1928.

En dehors de ce programme de travaux, une réforme de l'Administration des chemins de fer est prévue. Le principe adopté est celui de l'autonomie administrative et financière des chemins de fer roumains. Les chemins de fer doivent faire face aux dépenses d'exploitation, exclusivement par les revenus produits par le trafic, l'Etat ne leur accordant plus de subventions pour ces dépenses.

Dans cette réforme est prévue aussi la suppression des transports gratuits, la grande plaie de notre réseau ferré.

Cette réforme est de nature à donner une nouvelle impulsion aux échanges et à la vie économique par l'amélioration de notre réseau, en écartant toutes les influences politiques et le régime de favoritisme qui a régné jusqu'ici.

SECTION VI. — L'EMPRUNT

Le total de l'emprunt dont notre pays aurait besoin pour la stabilisation légale et pour son développement économique a été estimé à 300 millions de dollars.

La première tranche de cet emprunt a été émise sous le nom d'Emprunt de stabilisation et de développement de 1929. Il a servi à la stabilisation légale et aux investissements les plus pressants, comme l'amélioration de notre réseau de chemin de fer.

L'emprunt a été contracté en trois monnaies : en dollars, en francs et en livres sterling avec le groupe des banquiers suivant : The National Bank of the city of New-York, Blair et C^{ie}, Dillon Read et C^{ie}, Banque de Paris et des Pays-Bas, Hambros Bank Ltd., et Lazard Brothers et C^{ie}, toutes ces banques ayant des banques associées dans tous les pays où se feront l'émission et le service de l'emprunt.

Le total de l'emprunt s'élève à 76 millions de dollars dont 43 millions de dollars, 561.638.000 francs, et 2 millions de livres sterling.

Les conditions dans lesquelles cet emprunt a été contracté sont les suivantes : le taux de l'intérêt est de 7 %, le cours d'émission différent, selon qu'il s'agit des tranches en livres sterling ou en dollars dont le cours d'émission est de 88 % et de la tranche en francs français dont le taux est de 92 %. L'emprunt est remboursable par voie de tirage au sort sur le principe d'annuités égales pendant 30 ans. L'emprunt n'est convertible qu'à partir de 1939.

Le gouvernement estimant que les 76 millions de dollars

ne seront pas suffisants pour les besoins de la stabilisation légale et les investissements urgents, a contracté, d'accord avec le groupe de banquiers nommé, un emprunt avec le trust des allumettes Svenska Tändsticksaktiebolaget (Stab) d'un montant de 30 millions de dollars, à 7 % d'intérêt, le cours d'émission étant de 100 % et sous la condition de la cession de l'exploitation du monopole des allumettes.

Dans ces conditions, l'Emprunt de stabilisation et de développement se trouve porté à 106 millions de dollars.

Comme garantie de cet emprunt, l'Etat a affecté les ressources des monopoles, ce qui a exigé la création de la Caisse autonome des monopoles. C'est cette Caisse qui figure dans le contrat d'emprunt comme emprunteur et qui assure le service et le remboursement de l'emprunt.

Dans ce qui va suivre, nous donnerons les détails touchant la création et le fonctionnement de la Caisse autonome des monopoles et touchant le contrat intervenu entre la Stab et la Caisse autonome.

§ 1. — LA CAISSE AUTONOME DES MONOPOLES DU ROYAUME ROUMAIN.

En 1922, lors de l'emprunt en Angleterre, pour la consolidation des bons du Trésor, on a affecté comme garantie le produit des impôts sur les importations et exportations et, subsidiairement en cas d'insuffisance de ces ressources, tous les autres revenus de l'Etat.

Du moment que l'emprunt de 1922 jouit d'un privilège général sur tous les revenus de l'Etat roumain, il s'ensuit que tout emprunt futur auquel on affectera n'importe

quel revenu de l'Etat ne jouira que d'un privilège de deuxième rang et, par conséquent, les conditions dans lesquelles tout futur emprunt sera contracté ne pourront être qu'inférieures à celles obtenues en 1922.

Par conséquent, si nous voulions obtenir de meilleures conditions pour l'emprunt, il fallait pouvoir offrir aux créanciers une garantie de premier rang.

C'est afin de pouvoir donner aux créanciers nous accordant l'emprunt de stabilisation un privilège de premier rang qu'on a créé la Caisse autonome des monopoles à laquelle l'Etat céda le droit d'exploiter les monopoles.

Par cette solution, par l'aliénation du droit d'exploitation des monopoles, droit mobilier, les monopoles cessent d'être grevés par le privilège de l'emprunteur de 1922 et celui-ci ne peut pas se plaindre que ses garanties aient été diminuées, parce que le contrat d'emprunt ne prévoit aucune prohibition pour l'Etat d'aliéner son patrimoine, de concessionner ses revenus ou ses monopoles.

Ce ne sont là que les idées exprimées par le ministre des Finances, M. M. Popovici, dans la séance de la Chambre du 6 février 1929, et dans l'exposé des motifs qu'accompagne le projet de loi relatif à la création de la Caisse autonome des monopoles.

Sans entrer dans une discussion juridique du procédé employé par le gouvernement pour écarter le privilège de l'emprunteur de 1922, il nous paraît peu honorable, car de toutes façons, il y a une diminution des sûretés, sans le consentement du bénéficiaire et on ne doit pas prendre le contrat de 1922 à la lettre pour décider que

le procédé employé par le gouvernement est correct. Mais il paraît que ce qui a rendu possible cette opération, sans nous rendre coupables d'un acte au moins indélicat, c'est que les bénéficiaires du privilège accordé en 1922 y ont consenti. S'il en est ainsi, il paraît au moins bizarre qu'aucune pièce ne fasse état de cet accord, car il eût été la seule raison qui aurait légitimé la cession des monopoles à la Caisse autonome.

La Caisse autonome est organisée sous la forme d'une société commerciale, dirigée par un Conseil d'administration. Elle a une administration et un budget complètement indépendants de l'administration et du budget de l'Etat.

L'Etat cède à la Caisse autonome tous ses monopoles (tabac, allumettes — que la Caisse transfère à son tour à la Stab — cartes de jeu, explosifs industriels, le sel) contre le paiement d'une somme de 300 millions de dollars. Le droit cédé à la Caisse autonome est irrévocable et intransférable, à l'exception du monopole des allumettes. A l'expiration de la concession, la Caisse retransférera à l'Etat tous les biens et propriétés détenus par elles dans l'état où ceux-ci se trouveront.

Pour se procurer l'argent nécessaire au paiement du prix de la cession, la Caisse autonome est autorisée à émettre des obligations garanties par l'Etat. La garantie de l'Etat n'est pas celle d'un fidéjusseur, mais celle d'un co-débiteur solidaire.

Comme garantie des obligations émises par la Caisse autonome, celle-ci peut affecter tous ses biens présents et futurs. La loi constitutive de la Caisse autonome l'auto-

rise à contracter un emprunt extérieur qui sera dénommé l'Emprunt de stabilisation et de développement et dont le total ne dépassera pas 73 millions de dollars, 561.638.000 francs français, et 2 millions de livres sterling. Cet emprunt servira à payer à l'Etat une partie du prix de la cession des monopoles.

Par conséquent, l'emprunt de stabilisation et de développement a été contracté entre le groupe de banquiers indiqué plus haut, et la Caisse autonome, laquelle affecte comme garantie de premier rang tout son avoir. A cette garantie s'ajoute la garantie de l'Etat comme nous venons de le dire.

Dans le but de réaliser cet emprunt, la Caisse est autorisée, comme il est prévu plus haut, à émettre des obligations 7 % de l'emprunt extérieur or de stabilisation et de développement de 1929 amortissables et garanties par l'Etat.

La Caisse assurera le service régulier de cet emprunt et de tous les emprunts qu'elle contractera.

Pour payer le reste du prix d'achat, la Caisse autonome pourra émettre des obligations privilégiées additionnelles ayant la même garantie et le même rang que les obligations de l'emprunt de stabilisation et de développement 1929. L'émission de ces obligations privilégiées additionnelles n'est permise que si les encaissements nets des monopoles sur l'exercice précédent ont été au moins égaux à deux fois la valeur de toutes les obligations privilégiées de la Caisse se trouvant en circulation après l'émission desdites obligations privilégiées additionnelles.

Le produit de l'emprunt de la stabilisation et du déve-

loppement de 1929 sera intégralement versé à l'Etat qui l'affectera conformément aux indications du programme de stabilisation, c'est-à-dire :

25 millions de dollars à la stabilisation de la monnaie, dont 10 millions à la Banque Nationale pour acquitter la dette de l'Etat et 15 millions pour le rachat du portefeuille immobilisé ;

20 millions de dollars à la création d'un fonds de roulement dont 11 millions pour le Trésor et 9 millions pour les chemins de fer ;

35 millions aux investissements et à la reconstruction du réseau des chemins de fer ;

10 millions tout au plus à différents travaux productifs.

§ 2. — LE CONTRAT INTERVENU ENTRE LA CAISSE AUTONOME ET LA STAB.

Le gouvernement ne pouvant obtenir, dans la négociation avec le groupe de banquiers qui nous ont consenti l'emprunt de stabilisation, qu'une somme de 76 millions de dollars et jugeant cette somme insuffisante pour couvrir les nécessités de la stabilisation et des investissements urgents, a, d'accord avec le groupe des banques susmentionné, contracté un emprunt à la Stab.

L'emprunt est conclu entre la Caisse autonome et la Stab. Le total de cet emprunt est de 30 millions de dollars, à 7 %, le taux d'émission étant 100 %. Par conséquent les conditions sont plus avantageuses que celles consenties par les autres banquiers. L'opération est réalisée par l'achat, par le trust des allumettes, des obligations de l'emprunt de stabilisation et de développement de

1929, pour un montant correspondant à 30 millions de dollars et que le trust s'engage à tenir dans son portefeuille pendant trois ans à partir de la date d'émission. Cette opération ne diminue pas pour nous la possibilité d'émettre d'autres emprunts pendant ce temps, n'étant pas gênés par l'emprunt consenti par la Stab.

Cet emprunt nous a été consenti à la condition que la Caisse autonome cèderait l'exploitation du monopole des allumettes à la Stab pendant trente ans.

Une convention intervenue entre le trust des allumettes et la Caisse autonome prévoit la cession du monopole des allumettes aux conditions suivantes :

Pour l'exploitation du monopole des allumettes, on formera, en collaboration avec l'Etat, une société anonyme roumaine ayant son siège social à Bucarest. Nous ne voulons pas entrer dans tous les détails relatifs au fonctionnement de cette société. Ce qui nous intéresse surtout, c'est la question financière, c'est-à-dire savoir si cette opération est ou non avantageuse pour nous.

Le monopole des allumettes a été cédé contre le paiement par la Stab à la Caisse autonome d'une redevance de 1 leu jusqu'au 30 juin 1929, de 1 leu 25 du 1^{er} janvier au 30 juin 1930, et de 1 leu 50 à partir de cette dernière date. La Stab garantit un minimum de redevance de 3 millions de dollars par année.

Cette convention a été vivement critiquée. On l'a jugée très onéreuse, et non sans raisons, croyons-nous.

Le contrat de concession prévoit que la boîte d'allumettes contenant 45 bâtons sera vendue à 2 lei jusqu'au

1^{er} janvier 1930, à 2 lei 50 jusqu'au 30 juin 1930 et, à partir de cette date, à 3 lei.

Or, avant la concession, l'Etat vendait la boîte d'allumettes de 60 bâtons à 2 lei, ce qui veut dire que, d'après le nouveau tarif — tenant compte de la réduction du nombre des bâtons contenus dans une boîte d'allumettes — le prix a doublé. Aujourd'hui, la boîte d'allumettes de 60 bâtons se vendra 4 lei.

Ces calculs montrent que la Stab se substitue à l'Etat dont elle touchera tous les droits, à savoir : 1 lei 50 par boîte d'allumettes (l'autre moitié étant payée à la Caisse autonome comme redevance), correspondant à 2 lei la boîte d'allumettes de 60 bâtons.

Le résultat de cette cession est que tous les bénéfices réalisés avant par l'Etat passent à la Stab, l'Etat n'encaissant que le surplus du prix provenant de l'augmentation du tarif, c'est-à-dire que la redevance payée par la Stab à la Caisse autonome sera supportée entièrement par le consommateur.

Le bénéfice net de l'Etat pour l'année 1928 provenant de la vente des allumettes a été d'environ 400 millions de lei, ce qui veut dire que, pendant trente ans, la Stab réalisera annuellement un bénéfice d'au moins 400 millions de lei, sans tenir compte de l'augmentation de la consommation.

Quelle est la contre-partie de ce gain ? L'emprunt de 30 millions de dollars que la Stab nous accorde à des conditions meilleures que celles consenties par les autres banquiers et provenant du cours de l'émission des obligations qui est de 100 %.

L'obligation de la Stab de participer aux futures tranches de l'emprunt pour au moins 20 % de la valeur de ces tranches dans les mêmes conditions que celles qui nous seront consenties par le marché de New-York, excepté les commissions des banquiers.

On n'a qu'à faire la balance entre les gains que réalisera la Stab par l'exploitation du monopole des allumettes et les avantages qu'elle nous a consentis, pour conclure que la convention que nous venons d'étudier est onéreuse.

CHAPITRE III

CONSÉQUENCES DE LA STABILISATION

SECTION I. — CONSEQUENCES MONÉTAIRES

§ I. — LE CHANGE.

La stabilisation introduisant la convertibilité de la monnaie contre de l'or change radicalement les conditions du marché de change. Les facteurs déterminants du change, la balance des comptes, la circulation monétaire, etc., perdent leur importance. Le cours du change n'est plus déterminé que par la quantité d'or qu'on remet contre la monnaie de papier et il ne peut s'écarter de la valeur de cette quantité d'or que dans des limites très étroites, déterminées par les gold points.

Pendant la stabilisation de fait, la Banque Nationale avait concentré entre ses mains toutes les opérations relatives au change, car pour assurer la stabilité de fait, elle s'était chargée de satisfaire tous les besoins en achetant et en vendant des devises à un cours fixe.

Une fois la stabilisation légale réalisée, et les mesures de convertibilité du billet prises, ce n'était plus le rôle de la Banque Nationale de cumuler entre ses mains les opérations relatives au change. Il fallait, par conséquent, organiser de nouveau le marché du change.

Dans ce but, à partir du 14 février 1929, le marché du change fut organisé. L'horaire de la Bourse est fixé chaque jour ouvrable de 12 h. 30 à 13 h. Les opérations réalisées à la criée se feront par l'intermédiaire des représentants des banques autorisées et des agents officiels de change qui seront obligés d'indiquer le nom du vendeur. Ne seront cotées que les opérations de devises dont les chèques doivent être livrés dans les 24 heures, suivant la conclusion. La cote officielle sera rédigée par le syndic, l'agent de change de service, le délégué de la Banque Nationale et le délégué des banques autorisées.

Désormais, la cote officielle de la Bourse de Bucarest indique l'état réel de l'offre et de la demande de lei. La Banque Nationale a fixé provisoirement les frais d'expédition à 5 ‰ ; ainsi, le point de sortie pour la livre sterling se trouve fixé à 817,50 lei.

Le marché du change a fonctionné normalement. La Banque Nationale n'est intervenue les premiers jours sur le marché des changes que pour atténuer les écarts trop forts et habituer le public aux fluctuations d'une monnaie convertible.

Le change a normalement oscillé entre les golds points de sortie et d'entrée, comme l'indique le cours du change.

COURS DU CHANGE POUR 1929.

	Dollars	Francs français	Livres sterling
Février.	167,508	5,56	814,643
Mars.	167,745	6,56	815,450
Avril.	168,099	6,587	817,402
Mai.	168,140	6,585	817,320
Juin.	168,156	6,537	816,879

Juillet.	168,140	6,600	817,346
Août.	168,078	6,595	816,774
Septembre. . .	168,067	6,591	816,400
Octobre. . . .	167,314	6,589	816,350
Novembre. . .	167,011	6,591	816,332
Décembre. . .	167,040	6,593	816,874

Il est évident que la stabilisation du change est chose acquise. Il s'agit maintenant de la garder.

§ 2. — LE MARCHÉ DE CAPITAUX ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE.

a) *Le marché monétaire.*

D'habitude, après l'opération de la stabilisation, il se produit un afflux des capitaux vers le pays qui a assaini sa monnaie. Cet afflux est déterminé par le retour des capitaux nationaux qui, à cause de l'insécurité causée par les fluctuations du change, s'étaient évadés à l'étranger. La stabilisation ramenant la confiance, ces capitaux sont les premiers à se rapatrier et, par conséquent, à déterminer l'afflux dont nous venons de parler.

Nous ne pouvons pas nous attendre à un tel phénomène, car notre capital mobilier, inexistant, n'a pas pu s'évader. Mais il s'est produit un phénomène contraire provoqué par les conditions spéciales de notre marché. Conformément au plan de stabilisation, l'Etat commença fin mars 1928 à payer ses dettes arriérées avec l'argent provenant de l'emprunt de stabilisation, ce qui eut comme résultat le gonflement des comptes courants en raison de 1.400 millions et l'augmentation de la circulation en raison de 700 millions de lei.

Ce paiement des arriérés servit aux créanciers de l'Etat pour rembourser les banques qui leur avaient prêté de l'argent. Comme les banques avaient des crédits à l'étranger, grâce aux fonds mis à leur disposition par les remboursements dont nous avons parlé, elles préférèrent acquitter leurs dettes à l'étranger. De cette façon, il y eut, pendant le mois d'avril, des sorties considérables de devises.

La Banque d'émission, pour parer à cette sortie de devises, mobilisa une partie des bons du Trésor que la Banque détient encore pour le reliquat des 4.000 millions de lei, représentant les anciennes avances de la Banque à l'Etat. Ainsi, la Banque avait émis sur notre marché des bons du Trésor pour une somme de 750 millions de lei. Cette mesure eut pour résultat de diminuer la masse flottante des lei en quête d'un placement.

Plusieurs banques d'émission étrangères, ayant élevé leur taux d'escompte, il s'est produit une nouvelle sortie de devises au début du mois de mai 1928. Cette fois-ci, pour enrayer la sortie des devises, la Banque Nationale porta le taux de l'escompte de 6 % à 9 % le 3 mai, et à 9 1/2 % le 14 mai.

La situation du marché monétaire resta ensuite à peu près stationnaire.

L'abaissement du taux de l'escompte sur les marchés étrangers qui se produisit pendant les mois d'octobre et novembre 1928 (1), amena la Banque Nationale à réduire

(1) Berlin, de 7 1/2 à 7 le 2 novembre ; Londres, de 6 1/2 à 6 et puis à 5 1/2 le 21 novembre ; New-York, de 6 à 5 et puis à 4 1/2 le 14 novembre.

le taux de l'escompte de 9 1/2 % à 9 %, le 23 novembre 1929.

En fin d'année, comme il se produisit une certaine abondance de numéraire et comme celui-ci ne pouvait être aisément placé, les banques hésitant à consentir de nouveaux crédits à des emprunteurs de solvabilité douteuse la Banque Nationale, pour éviter que ce disponible ne prit le chemin de l'étranger, mobilisa de nouveau une tranche des bons du Trésor représentant le reliquat des anciennes avances de notre Institut d'émission à l'Etat.

b) *Liberté du mouvement des capitaux*

Pendant la période de la crise du change, les gouvernements se sont ingéniés à trouver les moyens d'influencer les facteurs déterminants du change. Une des mesures généralement appliquées a été les restrictions imposées à la sortie des capitaux. De cette façon, on espérait améliorer le change en améliorant la balance des comptes.

La Roumanie ne fit guère exception et instaura, par la loi créant l'Office des devises, des mesures prohibitives au libre mouvement des capitaux.

Mais, après que la stabilisation fut réalisée, ces prohibitions perdent tout sens, car le seul facteur qui détermine aujourd'hui la valeur de notre monnaie, c'est, comme nous l'avons répété, la garantie de métal jaune en laquelle notre monnaie est convertible.

Par conséquent, des mesures furent prises pour faire

cesser ces prohibitions et assurer la libre circulation des capitaux.

Le journal du Conseil des ministres, n° 287, du 18 février 1929, décide que la distinction entre les lei libres et les lei bloqués sera abrogée. Avant, étaient seuls considérés comme lei libres les lei représentant des devises fournies par l'exportation d'une marchandise. C'est seulement ces lei qui pouvaient servir à l'achat de devises et, par conséquent, pouvaient être exportés sous cette forme. Désormais, il n'y a plus que des lei libres.

La circulaire de l'Office central des devises du 29 avril 1929 a atténué dans une large mesure deux autres prohibitions.

Ainsi, il est décidé que désormais on peut contracter des emprunts en devises à l'étranger jusqu'à concurrence de 100.000 livres sterling et au maximum trois années d'échéance, sans avoir besoin d'obtenir l'autorisation préalable de l'Office des devises. Pour les emprunts dépassant la somme indiquée ou l'échéance de trois années, cette autorisation reste encore obligatoire.

Des achats de devises pour les besoins non commerciaux, c'est-à-dire pour les voyages et pour les études, pourront être faits sans aucune restriction jusqu'à concurrence d'une somme de 70.000 lei par mois pour la même personne.

Par le retour à la convertibilité du leu et par l'abrogation des différentes prohibitions au mouvement des capitaux, la Roumanie entre dans le marché mondial des capitaux. Désormais, les mouvements des capitaux étant

déterminés, exclusivement par les conditions économiques.

SECTION II. — CONSÉQUENCES FINANCIÈRES. —

LE BUDGET. — LA CHARGE FISCALE

Le budget est un élément dans l'appréciation de la situation d'un Etat, car le budget doit présenter un équilibre rigoureux si on veut assurer l'avenir de la stabilisation.

L'établissement du budget pour 1930 s'est heurté à des difficultés considérables, car, d'une part, il fallait compresser les dépenses et, d'autre part, de nouvelles dépenses venaient grever le budget, comme la valeur des transports effectués par les chemins de fer pour le compte de l'administration publique, l'augmentation du service de la dette publique, dette arriérée des exercices passés. Cette dernière dépense étant considérée comme une dépense extraordinaire, le gouvernement décida qu'on devait faire face aux échéances des dettes arriérées par des ressources également extraordinaires. Ainsi, il a été affecté à cette dépense les revenus suivants :

a) Les recettes réalisées par la vente des biens de petite valeur appartenant au ministère des Domaines et qu'il est difficile et onéreux d'administrer.

b) Les revenus des nouvelles concessions des périmètres pétroliers appartenant au ministère de l'Industrie.

c) Le produit de la vente de différents matériels appartenant au ministère de l'Industrie et provenant de ses exploitations métallurgiques.

d) Les recettes provenant de la vente de divers matériels usés appartenant au ministère de la Guerre.

e) Les soldes des différentes caisses et fonds fonctionnant aux différents ministères et qui seront liquidés, tous ces fonds passant dans le budget de l'Etat.

f) Enfin le produit de l'encaissement des impôts arriérés des exercices antérieurs.

De cette façon, le ministère des Finances espère disposer d'un fonds d'environ 2 milliards de lei de recettes extraordinaires, destinées à couvrir toutes les créances et engagements antérieurs qui sont inscrits dans le budget pour une somme de 1.768.529.586 lei.

Pour assurer la stabilisation obtenue au prix de nombreux efforts, et pour maintenir notre crédit, il faut à tout prix assurer l'équilibre du budget.

Pour donner la possibilité d'assurer l'équilibre budgétaire, le budget de 1930 doit résoudre trois problèmes essentiels (1) :

a) La réintégration dans le budget de toutes les recettes de l'Etat, conformément au programme de la stabilisation, leur perception par le ministère des Finances et leur concentration à la Banque Nationale. Cette mesure a pour but de concentrer toutes les recettes sous l'autorité du ministre des Finances, qui doit être le seul encaisseur des recettes publiques, puisque seul responsable de l'équilibre budgétaire.

(1) Troisième rapport de M. Charles Rist, conseiller technique auprès la Banque Nationale de Roumanie, dans le *Bulletin d'information et de documentation* publié par le Service d'études économiques de la Banque Nationale, N° 11, 1^{re} année.

b) L'évaluation exacte des recettes, ce qui paraît avoir été la cause des deux derniers déficits budgétaires, a été une surévaluation des recettes ; l'erreur consistait à se conduire d'après les recettes de l'année précédente. Or, à la Roumanie, pays agricole, cette façon de calculer ne pouvait pas évidemment convenir, car les rentrées de recettes budgétaires varient avec les résultats de la récolte et celle-ci est éminemment variable.

Pour avoir une base de calcul solide, il faut se fonder sur une période plus longue, trois à quatre années, ce qui permet de tenir compte des variations de la production agricole.

c) Ajuster les dépenses aux recettes calculées comme nous venons de l'indiquer. A ce point de vue, il paraît qu'il y a des doutes sérieux quant à l'équilibre du budget de 1930, selon les calculs que fait M. Charles Rist, conseiller technique à la Banque Nationale, dans le quatrième rapport trimestriel adressé au gouverneur de la Banque Nationale de Roumanie (1).

Voici ces calculs : M. Rist estime que le chiffre auquel il faut évaluer les recettes pour l'année 1930, en nous basant sur les recettes des trois dernières années est de 36.180 millions de lei. Tenant compte des mesures nouvellement prises pour réprimer la fraude fiscale et perfectionner le mode de perception de certaines taxes, les recettes pour 1930 peuvent atteindre, d'après le conseiller technique de la Banque Nationale, 38.700 millions.

(1) *Bulletin d'information et de documentation* publié par le Service des études économiques de la Banque Nationale, N° 2, 2^e année.

Le budget de 1930 présente les chiffres suivants, tenant compte de la différence entre les dépenses normales et les dépenses exceptionnelles, ces dernières ayant leurs revenus spécialement créés :

	Normales	Extraordinaires	Total inscrit au budget
Recettes.	35.292	2.158	37.450
Dépenses.	35.682	1.768	37.450

Mais si on rétablit les recettes dans la forme où elles se présentaient les années dernières (car, conformément au programme de stabilisation les recettes brutes de la Caisse autonome des monopoles et des régies commerciales figurent dans des budgets indépendants annexés au budget général, ce dernier ne comprenant que le solde net de leur exploitation), ces chiffres subissent les modifications suivantes :

RECETTES	Normales	Extraor- dinaires	Total inscrit au budget
Recettes inscrites au budget.	35.292	2.158	37.450
Différence avec les recettes brutes.	4.600	»	»

TOTAL comparable aux an-
nées précédentes. 39.892

DÉPENSES	Normales	Extraor- dinaires	Total inscrit au budget
Dépenses nettes inscrites au budget.	35.682	1.786	37.450
Différence avec les dépenses brutes.	4.600	»	»

TOTAL comparable aux an-
nées précédentes. 40.282

A lire ces chiffres, on observe que les recettes escomptées dépassent d'environ 1.200 millions les recettes qu'on était en droit d'attendre et que M. Charles Rist évalue à 38.700 millions de lei. Quant aux dépenses, elles dépassent de plus de 1.500 millions de lei le même chiffre.

Dans ces conditions, de sérieuses craintes s'étaient fait jour en ce qui concerne l'équilibre du budget pour 1930. Pour y parer, le ministère des Finances prit les mesures suivantes :

a) Les dépenses exceptionnelles ne seront faites qu'au fur et à mesure de la réalisation effective des recettes correspondantes.

b) Une partie des dépenses, égale à 700 millions, sera ajournée jusqu'au mois d'août et ne sera dépassée après cette date que si les recettes des premiers sept mois sont égales aux prévisions, c'est-à-dire si elles représentent 55 % du total des recettes prévues.

c) Pour rendre efficace le contrôle des dépenses par le ministre des Finances, à partir du 1^{er} mars 1930, toutes les recettes brutes de l'Etat seront centralisées à la Banque Nationale au compte du Trésor. Les dépenses seront prélevées sur ce compte. Dans le même but, il est décidé que chaque mois le ministre des Finances fixera pour chaque ministère les sommes qui leur seront affectées pour les dépenses courantes.

Le budget de la Roumanie pour 1930 n'est pas un budget qui satisfasse tous les besoins de notre pays. Pour assurer l'équilibre budgétaire, il a fallu faire des économies et comprimer les dépenses. Dans l'avenir, on doit s'attendre à ce que les dépenses se développent afin d'ar-

river au niveau des besoins. Un des chapitres qui réclame d'urgence une sensible augmentation est certainement celui relatif aux salaires des fonctionnaires, surtout des hauts fonctionnaires, lesquels se trouvent avoir des traitements de beaucoup inférieurs à ceux d'avant la guerre.

Dans ces conditions, il faut se demander si la charge fiscale peut ou non être encore accrue.

Un moyen qui pourrait nous donner la réponse à cette question serait de rapporter la charge fiscale au total du revenu national et de la comparer à celle d'autres pays. Mais nous ne pouvons pas employer cette méthode, car nous ne possédons aucune évaluation de notre revenu national.

Le chiffre de la charge fiscale par tête d'habitant ne peut non plus nous donner une idée même approximative de l'importance de cette charge, car ce chiffre n'est point comparable.

Ainsi, des chiffres que nous empruntons à l'étude de M. Baudhuin (1), il résulte qu'en France, la charge fiscale par tête d'habitant est de 250 francs suisses, tandis qu'en Angleterre elle est de 480 francs suisses. Pourtant, la charge fiscale est beaucoup plus lourde en France qu'en Angleterre, car chez la première, elle représente 30 % du revenu national, tandis qu'en Angleterre, elle représente seulement 16 % du revenu national, le contraire de ce que pourrait nous faire croire l'examen des chiffres de la charge fiscale par tête d'habitant.

(1) Fernand Baudhuin. La stabilisation et ses conséquences, Giard, Paris, 1928.

Ne pouvant pas donner de chiffres précis relativement à la charge fiscale de la Roumanie, il faut nous contenter de quelques considérations.

Le chiffre actuel des impôts s'élève à 40 milliards de lei, non compris les impôts locaux.

Par tête d'habitant, la charge fiscale est de 78 francs suisses. Mais, au contraire de ce que ce chiffre pourrait nous faire croire, la charge fiscale est beaucoup trop lourde. La preuve manifeste en est que les impôts actuels ont soulevé d'unanimes protestations.

Il est vrai que cette situation est due en grande partie à la crise économique dans laquelle nous nous débattons, crise aggravée par la mauvaise récolte de 1928.

Il est certain que cette crise si aiguë n'est que passagère. Quelques années de bonne récolte et les futures tranches de l'emprunt de stabilisation apportant le capital nécessaire à la mise en valeur de nos richesses, permettront à notre économie de reprendre sa marche interrompue.

Le développement futur de notre économie et la mise en valeur de nos richesses, en grande partie non exploitées, augmentant le revenu national, augmenteront aussi la matière imposable et donneront à nos budgets la possibilité de répondre aux nécessités de notre Etat pour qu'il puisse être outillé à l'image des Etats modernes, sans compromettre l'équilibre budgétaire.

SECTION III. — LA SITUATION ECONOMIQUE

La stabilisation créant une nouvelle situation, la stabilité de la valeur monétaire peut entraîner une crise éco-

nomique déterminée par le processus d'adaptation aux nouvelles conditions économiques. Aussi est-il nécessaire d'étudier quels ont été les effets de la stabilisation sur notre situation économique.

Que la Roumanie se soit trouvée au lendemain de la stabilisation en pleine crise économique, cela ne fait point de doute. Toutes les caractéristiques d'une période de crise sont présentes : faiblesse des demandes de l'escompte à la Banque d'émission, baisse des valeurs en Bourse, baisse des prix, nombreux effets protestés et nombreuses faillites.

Cet état n'est que la continuation de la crise économique que nous avons signalée dans la période qui a précédé la stabilisation et dû surtout au manque de capitaux mobiliers, aggravé encore par la mauvaise récolte de l'année 1928.

Il est par conséquent bien difficile de dire si la stabilisation a eu une part dans l'aggravation, de ces derniers temps, de la crise économique, et quelle est cette part.

La récolte de 1929 a été une récolte exceptionnellement abondante, dont on peut se rendre compte d'après les chiffres suivants :

	Production	Consommation interne	Disponible exportable
1928.	868.413	783.000	162.577
1929.	1.352.762	837.000	515.762

Comme il est connu qu'une bonne récolte ne montre ses effets que l'année suivante, on peut s'attendre à ce que cette année apporte non la disparition de la crise actuelle, au moins l'atténuation de ses effets. Un bon augure est le chiffre des exportations, qui s'est élevé à

partir du mois de juillet 1929, de 2.356 millions de lei à 2.710 millions au mois d'août et à 3.281 millions au mois de septembre. La conséquence de cette augmentation des exportations a été l'amélioration de nos transports ferroviaires et fluviaux, ainsi qu'une rentrée de devises à la Banque Nationale, très supérieure à celle des années précédentes, à la même époque

D'ailleurs, il ne faut pas se faire d'illusions sur l'amélioration qu'apportera en 1930 l'abondance de la récolte de 1929, car celle-ci n'a pas servi entièrement à augmenter le pouvoir d'achat des agriculteurs qui sont la majeure partie des consommateurs, mais une bonne part est rentrée dans les mains des capitalistes, les agriculteurs étant forcés de payer les dettes qu'ils avaient contractées pendant les mauvaises années précédentes.

La légère baisse de l'index des prix des derniers temps (1) et le marasme persistant à la Bourse des valeurs, s'expliquent, croyons-nous, par des conditions spéciales.

La baisse de l'index des prix est déterminée par la baisse des prix des céréales, due à l'abondance de la récolte, lesquels entrent pour une bonne partie dans le calcul des index-numbers.

Le marasme boursier s'explique surtout par la situation identique des bourses étrangères.

L'état de malaise dû à l'insuffisance de numéraire et à l'exagération du taux de l'intérêt s'est maintenu con-

(1) Voir page 309 l'index des prix publiés par le ministère de l'Industrie et du Commerce.

trairement à ce à quoi on aurait pu s'attendre au lendemain de la récolte de 1929.

La vérité est que, malgré une certaine abondance relative, le numéraire persiste à manquer avec la même intensité. Ce phénomène est dû au manque de confiance, les banques hésitant à prêter l'argent, dont elles peuvent disposer, au commerce et à l'industrie à cause de leur situation précaire, produite par le taux de l'intérêt, lequel est de 20 à 25 % et même de 30 %.

L'abstention des banques de prêter de l'argent a été encore accentuée par la nouvelle Loi du concordat préventif, laquelle permet aux débiteurs de suspendre leurs paiements, sans cependant donner aux créanciers un contrôle assez rapide et assez strict sur la gestion de l'entreprise. De nombreux abus ont été commis de la part des débiteurs qui cherchent par cette loi le moyen de faillir à leurs engagements. Ainsi, M. le professeur Charles Rist, dans son troisième rapport adressé au gouverneur de la Banque Nationale de Roumanie, cite le cas de créanciers qui ont été forcés d'accepter le paiement d'une partie seulement de leurs créances, alors que les bilans de leurs débiteurs révélaient un actif supérieur au passif.

On a élevé de vives protestations contre cette loi. Une loi qui donne des résultats tels que ceux que nous avons montrés est d'avance condamnée. Certes, l'abrogation de la Loi sur le concordat préventif ou au moins l'amélioration de cette loi, en donnant aux créanciers toutes les garanties nécessaires, améliorera probablement la situation, en permettant au disponible actuel de s'engager sans risques.

CONCLUSION

En lisant les pages précédentes, on a pu se rendre compte de l'effort que la Roumanie a fourni sur le long chemin qui l'a menée à sa consolidation économique, financière et monétaire.

Il s'agit maintenant de maintenir la situation acquise par dix années d'efforts continus, de stabiliser la stabilisation, selon le mot de M. Charles Rist.

La meilleure condition pour assurer les résultats acquis, c'est de développer notre production, car par ce développement, les risques de déséquilibre budgétaire sont amoindris par l'augmentation de la matière imposable et, par conséquent, des recettes de l'Etat. La balance des comptes devient plus favorable, par l'augmentation des exportations et la diminution des importations. La confiance augmente tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays, il s'ensuit un développement de l'épargne nationale et un afflux de capitaux étrangers.

Mais pour que notre production augmente, il nous faut des capitaux afin de mettre en valeur nos richesses naturelles et il faut faire tout le possible pour que ces capitaux affluent vers notre pays.

Dans ce but, il faut d'abord maintenir l'équilibre budgétaire dont on ne saurait trop souligner l'influence psychologique, pour maintenir la confiance de l'étranger.

Il faut encore que notre législation économique favorise la collaboration des capitaux étrangers à notre production en lui assurant des conditions équitables.

Notre organisation de crédit doit être développée pour qu'elle puisse contribuer à la formation d'un capital mobilier national, en encourageant l'épargne qu'elle devra canaliser vers les emplois productifs, et dont nos institutions de crédit devront assumer la lourde responsabilité de diriger.

L'avenir de notre économie dépend en grande partie de la formation d'un capital mobilier et de la façon dont ce capital sera employé.

Nos méthodes de production doivent être améliorées et tenir compte de tous les nouveaux principes d'organisation et de rationalisation de la production. A ce point de vue, notre production agricole, ainsi que la production industrielle ont longtemps à attendre avant de pouvoir atteindre le perfectionnement technique auquel sont parvenues les économies occidentales, perfectionnement qui augmenterait de beaucoup le rendement de nos forces productives.

Toutes ces mesures ne sont que des mesures ayant pour but d'assurer un meilleur rendement du travail. Mais ce qui reste le principal élément de toute production, c'est le travail. Travailler, travailler beaucoup, voilà ce que l'on oublie trop. Ce n'est que par des siècles de travail intense que les économies avancées sont arrivées à leur état florissant.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

Vu : Le Doyen de la Faculté de Droit
H. BERTHÉLEMY.

Vu : le Président de la thèse,
A. AFTALION.

COURS DU DOLLAR A BUCAREST

(moyenne mensuelle)

	<u>1920</u>	<u>1921</u>	<u>1922</u>	<u>1923</u>	<u>1924</u>	<u>1925</u>	<u>1926</u>	<u>1927</u>	<u>1928</u>	<u>1929</u>
Janvier....	45,62	74,00	136,00	206,29	205,32	193,15	224,45	189,69	162,30	166,23
Février....	67,66	72,24	130,95	216,17	194,23	198,96	233,20	175,55	163,02	167,30
Mars.....	65,50	72,25	136,33	214,79	191,07	208,19	237,57	169,13	161,26	167,74
Avril.....	65,10	63,60	138,31	210,75	193,00	221,14	250,23	170,28	160,91	168,09
Mai.....	59,87	56,50	144,76	200,55	208,78	212,37	265,92	166,96	162,80	168,14
Juin.....	43,62	61,40	144,87	197,01	232,28	215,48	234,58	161,02	163,18	168,15
Juillet.....	36,25	69,22	165,60	197,40	231,01	208,51	220,46	164,92	164,07	168,15
Août.....	40,00	74,03	137,68	222,14	217,18	195,94	213,86	162,21	164,70	168,07
Septembre.	46,62	97,90	157,26	220,09	195,03	205,62	196,50	161,84	164,80	161,06
Octobre...	51,30	130,75	161,75	231,45	182,10	208,64	106,92	161,48	165,51	167,31
Novembre.	64,83	158,75	160,38	200,96	189,06	216,20	182,81	161,55	166,10	167,01
Décembre.	70,35	136,25	167,25	197,17	198,76	216,47	194,43	161,44	166,16	167,04

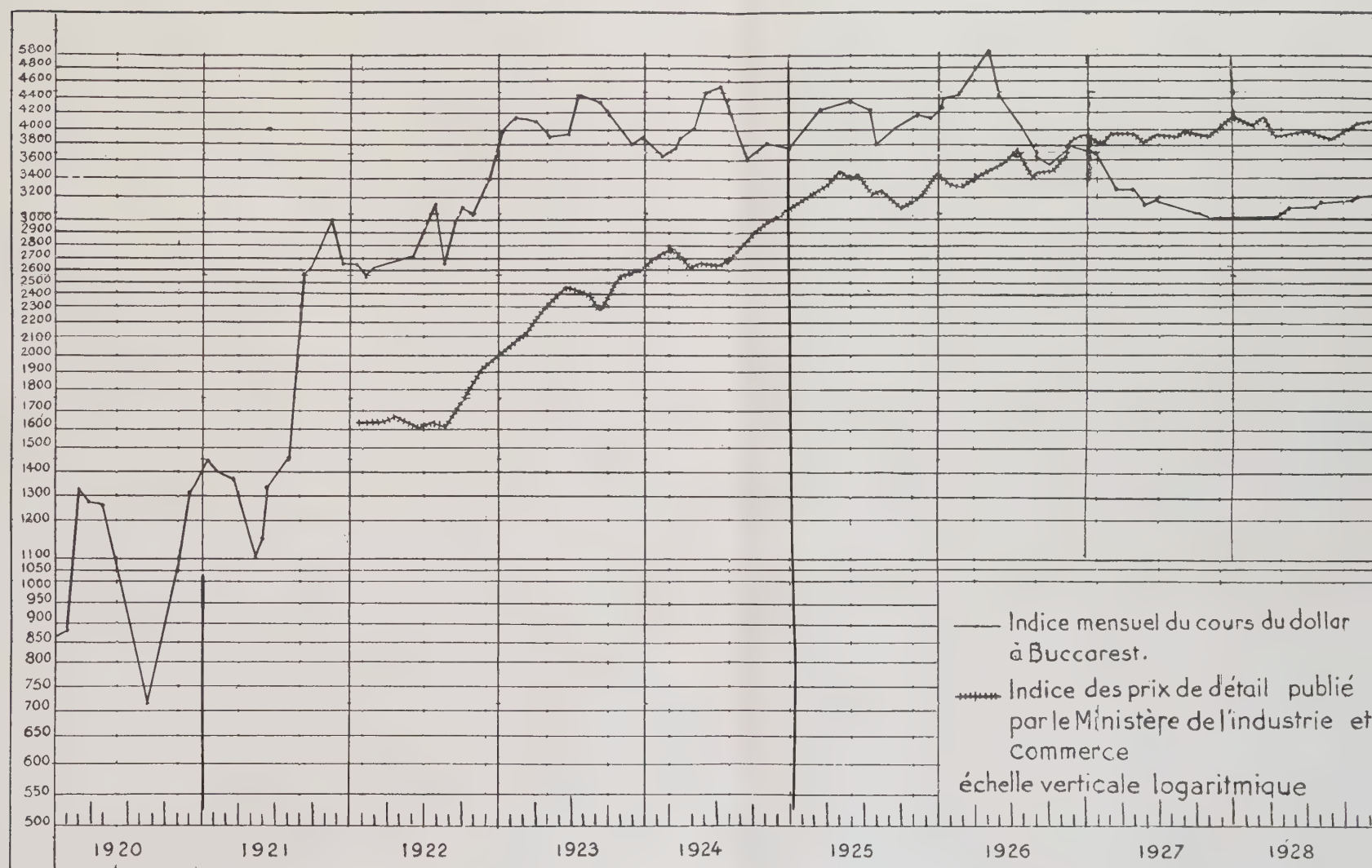
INDICE DES PRIX DE DÉTAIL

PUBLIÉS PAR LE MINISTÈRE D'INDUSTRIE ET DU COMMERCE

(moyenne mensuelle)

	<u>1922</u>	<u>1923</u>	<u>1924</u>	<u>1925</u>	<u>1926</u>	<u>1927</u>	<u>1928</u>	<u>1929</u>
Janvier.....	1.622	1.072	2.680	3.115	3.310	3.795	4.020	4.070
Février.....	4.622	2.173	2.740	3.128	3.329	3.825	4.050	4.070
Mars.....	1.622	2.347	2.700	3.205	3.370	3.898	3.920	4.082
Avril.....	1.656	2.400	2.630	3.370	3.398	3.887	3.925	4.088
Mai.....	1.631	2.470	2.650	3.280	3.439	3.743	3.967	4.080
Juin.....	1.604	2.420	2.640	3.320	3.677	3.700	3.954	4.065
Juillet.....	1.633	2.400	2.660	3.130	3.470	3.800	3.930	4.065
Août.....	1.605	2.340	2.840	3.200	3.535	3.870	3.960	4.060
Septembre....	1.685	2.422	2.900	3.130	3.540	3.807	3.980	4.056
Octobre.....	1.757	2.540	2.695	3.200	3.750	3.810	4.026	4.056
Novembre....	1.916	2.570	3.000	3.290	3.887	3.900	4.050	4.060
Décembre.....	2.017	2.586	3.080	3.380	3.936	4.077	4.053	4.070

GRAFIC ⁽¹⁾



(1) D'après le Bulletin d'information et de documentation publié par le service des Etudes économiques de la Banque Nationale de Roumanie 101/1929

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GENERAUX

- A. AFTALION. — Monnaie, prix et change. Paris 1927.
— Monnaie et industrie. Paris 1929.
- G. CASSEL. — La monnaie et le change après 1914. Paris 1923.
- J. DECAMPS. — Le change étranger. Paris 1922.
- B. NOGARO. — La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains. Paris 1924.
- W. OUALID. — Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires. Paris 1927.
- Ch. RIST. — La déflation en pratique, 2^e édition, Paris 1927.
- H. TRUCHY. — Cours d'économie politique, 2 vol., 2^e éd. Paris 1927.

OUVRAGES SPECIAUX

- La stabilisation monétaire en Europe et ses conséquences économiques. (Recueil de conférences et articles sur la stabilisation monétaire). Bucarest 1927.
- F. BAUDHOVIN. — La stabilisation et ses conséquences. Paris 1928.
- L. FRANCK. — La stabilisation monétaire en Belgique. Paris 1927.
- R. ORVAIN. — La stabilisation du franc belge. Thèse, Paris 1927.
- N.-C. ANGELESCO. — L'expérience monétaire roumaine. Thèse, Paris 1927.
- La politique monétaire de la Roumanie. Bucarest 1929.
- V.-V. BADULESCO. — Les finances publiques de la Roumanie. Paris 1923.

- A. BASILESCO. — Le problème monétaire roumain. Thèse, Paris 1920.
- I.-G. BIBICESCO. — Huit années à la Banque Nationale. Bucarest 1921.
- A. CALINESCO. — Le change roumain, sa dépréciation depuis la guerre et son rétablissement. Thèse, Paris 1919.
- G. CARANFIL. — Etudes statistiques de la valeur du leu (1914-1924). Bucarest 1925.
- Etudes statistiques de la valeur du leu (1925-1926). Bucarest 1927.
- G. DOBROVICI. — La dette publique de la Roumanie au 30 avril 1927. Bucarest 1927.
- D. JANCOVICI. — La paix de Bucarest. Paris 1918.
- JONESCO IVANOF. — La réforme monétaire roumaine. Thèse, Paris 1929.
- M. MANOILESCO. — Comment peut-on ressusciter le leu or ? Bucarest 1923.
- X. NETTA. — Le problème monétaire dans son stade actuel. Bucarest 1928.
- P. PLESNILA. — Le leu et le problème du change. Bucarest 1921.
- A.-S. PENESCO. — La réforme monétaire dans la Roumanie. Bucarest 1919.
- A.-I. POPESCO. — Les variations saisonnières du leu. Bucarest 1927.
- Considérations sur les fluctuations du leu. Bucarest 1927.
- I. RADUCANO. — La stabilisation monétaire et quelques problèmes s'y référant. Bucarest 1928.
- S. RADULESCO. — La politique financière de la Roumanie depuis 1914. Thèse, Paris 1923.
- V. SLAVESCO. — La grande finance roumaine pendant la guerre. Bucarest 1919.
- Historique de la Banque Nationale de Roumanie (1880-1924). Bucarest 1924.
- V. SCARLATESCO. — Le problème monétaire en Roumanie. Thèse, Paris 1927.
- G. TASCA. — Problèmes économiques et financiers. Bucarest 1927.

- A. TOMOROVEANO. — Le Banque Nationale de Roumanie. Les rapports de la Banque et de l'Etat depuis sa fondation jusqu'à nos jours. Thèse, Paris 1928.

ARTICLES, CONFERENCES ET DISCOURS

- E. ALLIX. — La stabilisation de la monnaie roumaine. Les *Annales des Banques*, n° 10, 1928.
- Archives documentaires. Coupures de journaux et de revues relatives à la stabilisation, réunies par l'Institut économique roumain.
- C. ARGETOIANU — La monnaie et le change. Le *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 11, 2^e année.
- A. BLANK. — Le problème monétaire en rapport avec le crédit privé et le crédit public. Conférence, 29 mars 1924.
- V. BRATIANO. — La stabilisation de la monnaie roumaine. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 9, 7^e année.
- G. GAROFID. — Le pouvoir d'achat de la monnaie. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 2, 4^e année.
- E. ENÉ. — Solution pour la résolution de la crise du change. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 6, 1^{re} année.
- C. GAROFID. — Le problème monétaire et l'Agriculture. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 2, 3^e année.
- O. KIRIACESCO. — Le problème monétaire et la Banque Nationale. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 3, 3^e année.
- V. MADGEARO. — Discours au budget de 1930.
- H. MANIOU. — L'unification monétaire. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 4, 3^e année.
- M. MANOILESCO. — L'organisation financière de l'économie nationale. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 12, 2^e année.
- Du leu papier au leu or. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 10, 3^e année.
- M. OROMULU. — La politique monétaire de la Banque Nationale. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 9, 3^e année.

- Le problème monétaire et le budget. Discours au budget 1928.
- Le problème monétaire et la stabilisation. Conférence, mars 1928.
- P.-N. PANAITESCO. — L'industrie et la politique de la grande finance. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 4, 3^e année.
- A. PERIETEANO. — Le problème monétaire. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 6, 3^e année.
- A.-I. POPESCO. — Notes et critiques autour de l'unification monétaire. *Indépendance économique*, juin-décembre 1925.
- I. RADUCANO. — Le budget et les changes. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 11, 3^e année.
- I. SAMITCA. — Le capital étranger dans la lumière du change. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 5, 3^e année.
- A.-N. STEFANESCO. — Péchés et fautes dans la politique économique et financière nationale. *Bulletin de l'Institut économique roumain*, n° 12, 2^e année.
- I. TUTUC. — Consolidation des bons du Trésor à l'étranger et l'emprunt supplémentaire de 2,5 millions de livres sterling. *Indépendance économique*, 1921, p. 140.

DOCUMENTS OFFICIELS ET PUBLICATIONS STATISTIQUES

Le Moniteur officiel.

Ministère des Finances. — Office d'Etudes financières : *Bulletin d'informations*, 1929.

Banque Nationale de Roumanie. — Service d'Etudes économiques : *Bulletin d'informations et de documentation* (mensuel), 1929-1930.

Union des Chambres de Commerce et d'Industrie. — La Roumanie économique en 1926.

Banque Marmorosch-Blank et C^{ie}. — Bureau d'Etudes. Les forces économiques de la Roumanie en 1927, en 1928, en 1929.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION.	7
-----------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

HISTORIQUE DU PROBLÈME MONÉTAIRE EN ROUMANIE

CHAPITRE I ^{er} . — Le Relèvement économique de la Roumanie.....	9
---	---

SECTION II. — LA CONSOLIDATION ECONOMIQUE...	9
--	---

SECTION I. — DOMMAGES CAUSÉS PAR LA GUERRE.	13
---	----

CHAPITRE II. — La Crise du change.....	18
--	----

SECTION I. — THÉORIE.	19
-------------------------------	----

SECTION II. — PÉRIODE 1918-1923.	25
--	----

§ I. — LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU CHANGE.....	26
---	----

A) <i>Balance des comptes</i>	26
-------------------------------------	----

B) <i>La circulation monétaire</i>	30
--	----

C) <i>La politique des Etats</i>	41
--	----

a) <i>La politique financière</i>	46
---	----

b) <i>La dette publique</i>	52
---------------------------------------	----

c) <i>L'interven sur le marché du change</i>	55
--	----

d) <i>Politique douanière</i>	56
---	----

<i>Appendice : La politique monétaire de la Banque Nationale</i>	59
--	----

D) <i>Les Prévisions</i>	62
------------------------------------	----

§ II. — CONSÉQUENCES DE L'INFLATION ET DE LA CRISE DU CHANGE.	62
---	----

SECTION III. — PÉRIODE 1923-MAI 1925.....	69
---	----

§ I. — LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU CHANGE.....	71
---	----

A) <i>Balance des comptes</i>	71
-------------------------------------	----

B) <i>La circulation monétaire</i>	73
--	----

C) <i>La politique de l'Etat</i>	74
--	----

Appendice : <i>La politique de la Banque Nationale.</i>	79
§ II. — SITUATION ÉCONOMIQUE.....	82
CHAPITRE III. — La Réforme monétaire en 1925.....	84
SECTION I. — LES SOLUTIONS POSSIBLES.....	85
SECTION II. — LES CONVENTIONS DU 19 MARS 1925.	94
SECTION III. — CONSIDÉRATIONS CRITIQUES.....	105
CHAPITRE IV. — La Situation économique après la réforme de 1925.....	109
SECTION I. — LE CHANGE.	110
SECTION II. — LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU CHANGE.	111
§ 1. — BALANCE DES COMPTES.....	111
§ 2. — CIRCULATION MONÉTAIRE.	112
§ 3. — LA POLITIQUE DE L'ÉTAT.....	112
<i>Appendice : La politique de la Banque Nationale...</i>	117
SECTION III. — LA SITUATION ÉCONOMIQUE.....	118

DEUXIÈME PARTIE

LA STABILISATION MONÉTAIRE

CHAPITRE I^{er}. — La technique de la Stabilisation...	123
CHAPITRE II. — La préparation de la Stabilisation..	131
SECTION I. — LE PROGRAMME DE STABILISA- TION.	134
SECTION II. — LE BUDGET.	136
SECTION III. — LA POLITIQUE DES DEVICES. — STABILISATION DE FAIT.....	139
SECTION IV. — LES NEGOCIATIONS DE L'EMPRUNT.	142
CHAPITRE III. — La Stabilisation légale.....	149
SECTION I. — LA LOI MONÉTAIRE.....	150
SECTION II. — LE TAUX DE STABILISATION.....	151
SECTION III. — LA BANQUE NATIONALE ET LA STA- BILISATION MONÉTAIRE.	154
§ 1. — DISPOSITIONS RELATIVES A L'ÉMISSION.....	155
§ 2. — DISPOSITIONS RELATIVES A L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE NATIONALE.	159

§ 3. — DISPOSITIONS RELATIVES A LA LIQUIDATION DU PORTEFEUILLE DE LA BANQUE NATIONALE.....	162
§ 4. — DISPOSITIONS RELATIVES AUX OPÉRATIONS DE LA- BANQUE NATIONALE.	169
SECTION IV. — LE BUDGET ET LE TRESOR.....	173
SECTION V. — LES CHEMINS DE FER.....	178
SECTION VI. — L'EMPRUNT.	181
§ 1. — LA CAISSE AUTONOME DES MONOPOLES DU ROYAUME ROUMAIN.	182
§ 2. — LE CONTRAT INTERVENU ENTRE LA CAISSE AUTO- NOME ET LA STAB.....	186
CHAPITRE IV. — Conséquences de la Stabilisation..	190
SECTION I. — CONSEQUENCES MONÉTAIRES. . . .	190
§ 1. — LE CHANGE.	190
§ 2. — LE MARCHÉ DES CAPITAUX ET LE MARCHÉ MONÉ- TAIRE.	192
A) <i>Le marché monétaire</i>	192
B) <i>Liberté du mouvement des capitaux</i>	194
SECTION II. — CONSEQUENCES FINANCIÈRES. — LE BUDGET. — LA CHARGE FISCALE.	196
SECTION III. — LA SITUATION ÉCONOMIQUE.....	202
CONCLUSION.	207
TABLEAUX.	209
GRAPHIQUE.	
BIBLIOGRAPHIE.	211

PARIS-LIMOGES

Imprimerie des *Presses Universitaires de France*

1930
